全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

HZ BOOKS 华章经管

WILEY

金融风云场

现实中上演财经「小说」！
击倒雷曼的人揭秘最恶劣的资本骗局

一路骗到底

[美] 大卫·艾因霍恩（David Einhorn） 著
张伟 吴溪 韦鲁鹏 译

Fooling Some of the People All of the Time
A Long Short Story

机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融风云场

一路骗到底

[美] 大卫·艾因霍恩（David Einhorn） 著

张伟 吴溪 韦鲁鹏 译

机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

David Einhorn. Fooling Some of the People All of the Time: A Long Short Story.

Copyright © 2008 David Einhorn.

This translation published under license. Simplified Chinese Translation Copyright © 2009 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由John Wiley & Sons公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有John Wiley & Sons公司防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究

本书法律顾问　北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2008-3908

图书在版编目（CIP）数据

一路骗到底/（美）艾因霍恩（Einhorn, D.）著；张伟，吴溪，韦鲁鹏译. —北京：机械工业出版社，2009.3

（金融风云场）

书名原文：Fooling Some of the People All of the Time: A Long Short Story

ISBN 978-7-111-26360-9

Ⅰ.一…　Ⅱ.①艾…　②张…　③吴…　④韦…　Ⅲ.投资-通俗读物　Ⅳ.F830.59-49

中国版本图书馆CIP数据核字（2009）第021648号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号　邮政编码　100037）

责任编辑：程　琨　　　　版式设计：刘永青

三河市明辉印装有限公司印刷

2009年3月第1版第1次印刷

170mm × 242mm · 21.75印张

标准书号：ISBN 978-7-111-26360-9

定价：48.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

本社购书热线：（010）68326294

投稿热线：（010）88379007

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谨以此书献给

我的父母斯蒂芬·艾因霍恩和南希·艾因霍恩

他们过去在获得商业成功的同时，
仍保持正直品格和良好心态

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序

若要欣赏一部伟大的侦探小说，你不必非得是位金融专家。不过，既然你手头的这个故事牵涉数十亿美元的利害关系和精心策划的骗局，那么由当今世界上最了不起的一位专业投资家引导你穿过层层迷雾，当然会大有帮助。说到底，故事本质上其实很简单。故事既骇人听闻又紧张刺激，令人悲哀的是，这并不是一个虚构的故事，因此它还会让人感到震惊错愕。这全是实实在在发生过的事情，而且，在我作这篇序的时候，仍在演进。

我在两种背景下阅读了这本书：如果吃不香，或者睡不好，我便拿来捧读。它引领我进入的世界，除了在电影中我们很少有人见识过。难以置信，美国的法律系统、政府监管者和财经媒体竟能纠集在一起，所作所为令人深感失望、深感痛苦。多数伟大的故事中既有善人，又有恶人；在最简单的故事形式下，你能一眼看清楚善人和恶人，能判断他们都站在哪一边。但是，这本书并非如此，我们的男主角从来不确定他能信任谁。

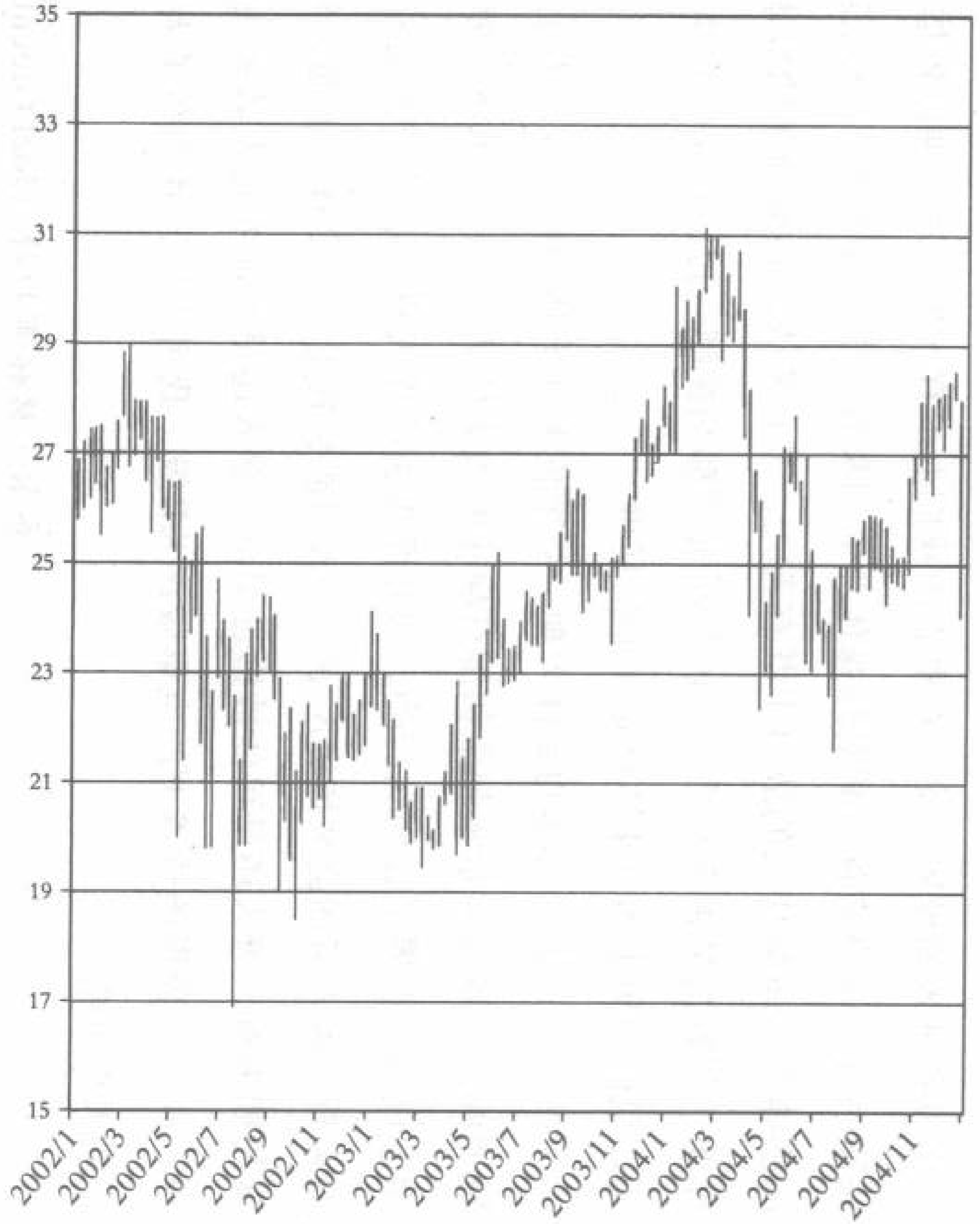
然而，这也无伤你的阅读兴趣。只要你躺在舒适的床上或沙发上，能设身处地体验一番书中紧张刺激和饶有趣味的故事情节，似乎也不错。要是你从书中发现真实世界是如何运行的，因此而失去些许天真，也没什么大不了。从短期来看，善人可能会被拖进泥沼，恶人可能会卷走无数金钱而逍遥法外。但是，从长期来看，善人还是可能被拖进泥沼，恶人还是可能卷走无数金钱而逍遥法外。同时，我得给这本书的电影版评为R级，我可不想让我的孩子太早丧失自己的天真单纯。

乔尔·格林布拉特（Joel Greenblatt）

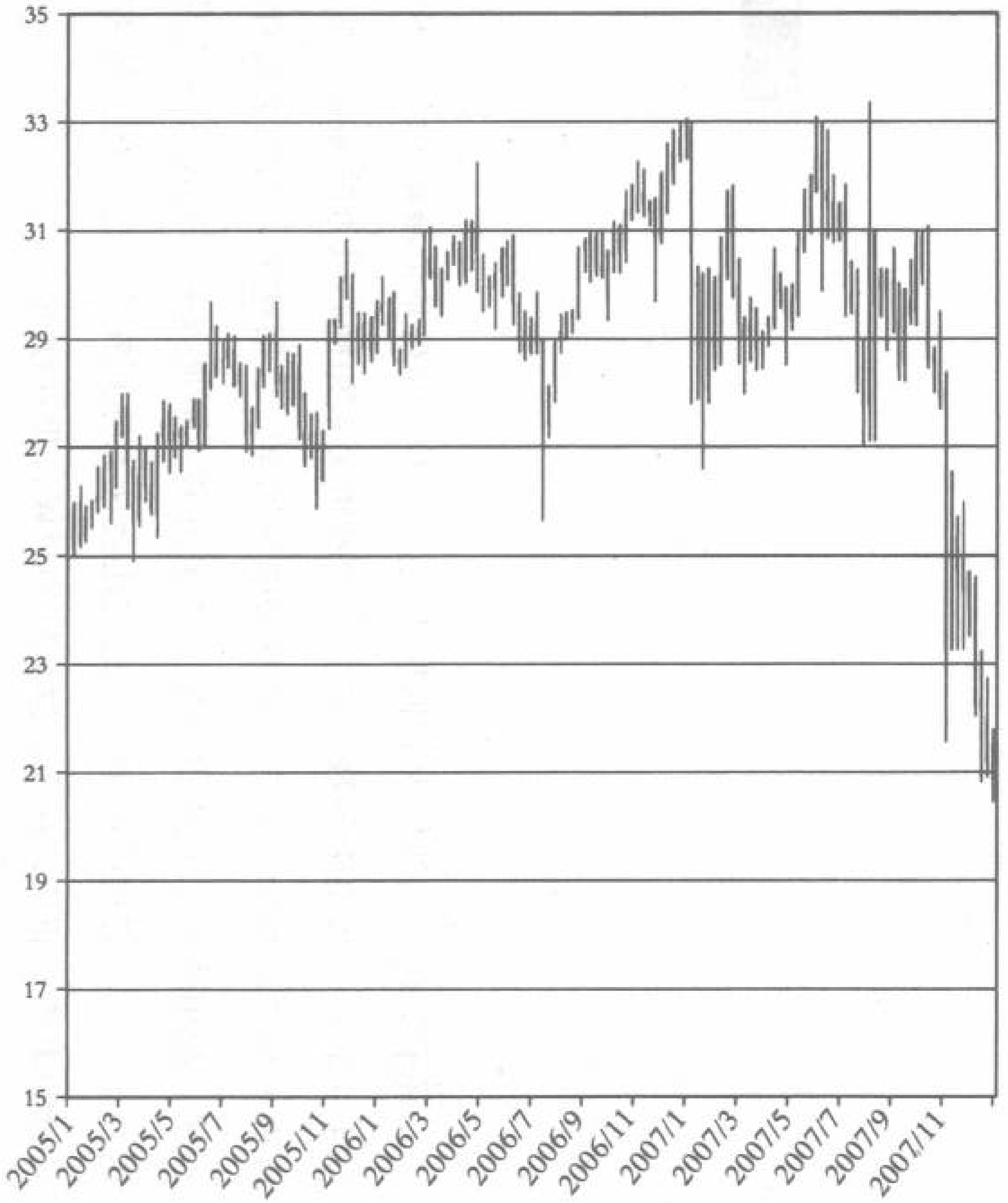
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联合资本股票走势图

2002～2004年联合资本股价走势图



2005～2007年联合资本股价走势图



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绿光资本对冲基金及其顾问

史蒂夫·布鲁斯（Steve Bruce）	绿光资本外聘公关顾问
乔克·弗格森（Jock Ferguson）	克罗尔公司（全球最大调查和安全服务公司之一）调查员
布鲁斯·古特金（Bruce Gutkin）	绿光资本首席交易员
布鲁斯·希勒（Bruce Hiler）	绿光资本外聘律师
亚利桑德拉·詹宁斯（Alexandra Jennings）	绿光资本分析师
杰夫·凯斯文（Jeff Keswin）	绿光资本共同创始人
詹姆斯·林（James Lin）	绿光资本分析师
丹尼尔·罗伊特曼（Daniel Roitman）	绿光资本首席运营官
埃德·罗利（Ed Rowley）	绿光资本外聘公关顾问
理查德·扎贝尔（Richard Zabel）	绿光资本外聘律师

联合资本公司及其顾问

史蒂夫·奥尔巴克（Steve Auerbach）	BLX公司前追索专家
艾里森·比纳（Allison Beane）	联合资本投资者关系部职员
兰尼·戴维斯（Lanny Davis）	联合资本外聘公关顾问
塞斯·费森（Seth Faison）	联合资本从西埃克公关公司聘请的公关顾问
戴维·格拉德斯通（David Gladstone）	格拉德斯通资本公司首席执行官、联合资本前首席执行官

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

帕特里克·哈林顿（Patrick Harrington）	联合资本和BLX公司前执行副总裁
罗伯特·朗（Robert D. Long）	联合资本执行董事
戴尔·林奇（Dale Lynch）	联合资本投资者关系部部长
马修·麦克吉（Matthew McGee）	BLX公司弗吉尼亚州里士满办事处负责人
佩妮·罗尔（Penni Roll）	联合资本首席财务官
马克·拉斯科（Marc Racicot）	联合资本董事、蒙大拿州前州长、共和党全国委员会前主席
德里尔·舒斯特（Deryl Schuster）	BLX公司高级管理人员之一
苏珊娜·斯帕罗（Suzanne Sparrow）	联合资本投资者关系部前部长
琼·斯维妮（Joan Sweeney）	联合资本首席运营官
罗伯特·塔纳豪斯特（Robert Tannenhauser）	BLX公司首席执行官
威廉·沃尔顿（William Walton）	联合资本首席执行官
乔治·威廉斯（George C. Williams）	联合资本创始人、已退休的荣誉董事长
蒂姆·威廉斯（Tim Williams）	BLX公司前追索专家

政府官员及监管者

乔纳森·巴尔（Jonathan Barr）	联邦检察官
马克·布拉斯韦尔（Mark Braswell）	证券交易委员会律师、联合资本院外活动家（说客）
克里斯托弗·考克斯（Christopher Cox）	证券交易委员会主席
威廉·唐纳德（William Donaldson）	证券交易委员会前主席
戴维·格雷（David R. Gray）	（联邦政府）小企业管理局总监察办公室法律顾问、后为美国农业部总监察办公室法律顾问
凯斯·霍希默（Keith Hohimer）	小企业管理局总监察办公室调查员
约翰·克里（Senator John Kerry）	参议员、参议院小企业和企业家精神委员会主席
凯里·吉尔罗伊（Kelly Kilroy）	证券交易委员会律师
凯文·库珀布什（Kevin Kupperbusch）	小企业管理局总监察办公室调查员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

泰德·林德塞（Tedd Lindsey）	联邦调查局特工
斯蒂芬·普莱斯通（Steven Preston）	小企业调查局行政官员
道格·施德特（Doug Scheidt）	证券交易委员会投资管理部主任助理
杰纳特·塔斯克（Janet Tasker）	小企业管理局负责贷款人监督的行政助理
埃里克·索森（Eric Thorson）	小企业管理局总监察
奈蒂雅·维拉兹奎兹（Congresswoman Nydia Velázquez）	国会女议员、众议院小企业委员会主席
奥林匹娅·斯诺（Senator Olympia Snowe）	众议员、众议院小企业和企业家精神委员会高级成员
艾略特·斯皮策（Eliot Spitzer）	纽约州总检察官

华尔街分析师

马克·阿尔波特（Mark Alpert）	德意志银行分析师
肯·布鲁斯（Ken Bruce）	美林证券分析师
亨利·科菲（Henry Coffey）	贝克沃茨证券公司分析师
麦格汉·克罗威（Meghan Crowe）	跟踪BLX公司的惠誉国际信用评级公司分析师
唐·德斯迪诺（Don Destino）	美洲银行分析师、后为摩根大通分析师
查尔斯·甘瑟尔（Charles Gunther）	阿姆奥斯证券公司分析师
乔尔·霍克（Joel Houck）	美联银行分析师
迈克尔·伯吉斯（Michael Hughes）	美林证券分析师
罗伯特·拉科希尔（Robert Lacoursiere）	美洲银行分析师

媒体工作者

詹妮·安德森（Jenny Anderson）	《纽约时报》记者
戴维·阿姆斯特朗（David Armstrong）	《华尔街日报》记者
朱莉·克雷斯韦尔（Julie Creswell）	《纽约时报》记者
科特·易臣沃德（Kurt Eichenwald）	《纽约时报》记者、《傻瓜的阴谋》作者
杰西·艾森格（Jesse Eisinger）	《华尔街日报》记者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赫布·格林伯格（Herb Greenberg）	TheStreet.com网和CBSMarketwatch.com网专栏作者
小霍尔曼·杰金斯（Holman W. Jenkins Jr.）	《华尔街日报》专栏作者
杰瑞·奈特（Jerry Knight）	《华盛顿邮报》专栏作者
弗洛伊德·诺里斯（Floyd Norris）	《纽约时报》专栏作者
特伦斯·欧哈拉（Terrence O'Hara）	《华盛顿邮报》记者
斯蒂芬·波尔斯坦（Steven Pearlstein）	《华盛顿邮报》专栏作者
卡罗尔·雷蒙德（Carol Remond）	《道琼斯新闻网》记者
索尔·瓦尔德曼尼斯（Thor Valdmanis）	《今日美国》记者

专业投资者

比尔·艾克曼（Bill Ackman）	哥谭联盟公司经理
戴维·伯科威茨（David Berkowitz）	哥谭联盟公司经理
沃伦·巴菲特（Warren Buffett）	伯克希尔·哈撒韦公司首席执行官
吉姆·卡鲁瑟斯（Jim Carruthers）	伊斯特本资本管理公司合伙人
彼得·考勒瑞（Peter Collery）	西格尔考勒瑞公司经理
丹·洛布（Dan Loeb）	斯德庞特联盟公司经理
比尔·米勒（Bill Miller）	雷格梅森基金公司首席投资官
马克·罗伯茨（Mark Roberts）	《远离华尔街》公司创始人
拉里·罗宾斯（Larry Robbins）	格列维资本管理公司经理
加里·西格尔（Gary Siegler）	西格尔考勒瑞公司经理
山姆·斯蒂沃特（Dr. Sam Stewart）	瓦萨奇顾问公司创始人

联合资本公司及BLX公司客户

阿卜杜拉·埃尔尤法利（Abdulla Al-Jufairi）	已违约的BLX公司小企业管理局贷款的经纪人
侯赛因·查罗尔（Hussein Charour）	拖欠通过BLX公司获得的小企业管理局贷款
艾莫尔·法兰（Amer Farran）	拖欠通过BLX公司获得的小企业管理局贷款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曼根·帕特尔（Mangu Patel）	拖欠通过BLX公司获得的小企业管理局贷款
霍莉·霍利（Holly Hawley）	拖欠通过BLX公司获得的小企业管理局贷款
托德·维奇曼（Todd Wichmann）	安德克斯公司前首席执行官

其他

吉姆·布里克曼（Jim Brickman）	已退休房地产开发商
帕特里克·伯恩（Patrick Byrne）	Overstock网首席执行官
安德烈·佩罗德（André Perold）	哈佛商学院教授

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOOLING SOME OF THE PEOPLE ALL OF THE TIME

目 录

推荐序
联合资本股票走势图
人名录

引言 一次演讲引发的火星 1

第一部分 投资界慈善捐款晚会与绿光资本对冲基金

第1章 创立绿光资本之前 8
第2章 正式启动 13
第3章 绿光资本早期成功投资 21
第4章 价值投资搏击网络股大潮 31
第5章 解剖联合资本 41

第二部分 令人目眩的旋转陀螺

第6章 联合资本恶言相向 52
第7章 华尔街分析师面目 62

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章　骗人的会计处理　69

第9章　事实，抑或非事实　77

第10章　BLX公司　91

第11章　解约与续约　100

第12章　是我，还是你说谎的眼神　105

第13章　论战与操纵　113

第14章　回报股东　118

第15章　精确地说，BLX公司究竟值多少　125

第三部分　有人醒了吗

第16章　政府调查　134

第17章　艰难的上午　144

第18章　编造者、抄写员和学者　152

第19章　克罗尔调查公司深入挖掘　157

第20章　唤醒管理当局　165

第21章　900万美元的资本游戏　179

第四部分　系统如何作用（和不作用）

第22章　你好，谁在那儿　198

第23章　告密者　206

第24章　赤裸的攻击　220

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第25章 又一种贷款方案，又一类欺诈 227

第26章 政策嗅觉 236

第27章 内部人员套现 245

第五部分 绿光资本是正确的……继续

第28章 指控与否认 252

第29章 指控和供认 258

第30章 迟来的一局 271

第31章 证券交易委员会发现了地毯下的污点 283

第32章 长满荒草的花园 290

第33章 一项定罪，一次听证会，一项任免 301

第34章 盲人、大象、麦比乌斯带和道德风险 321

术语表 327

致谢 331

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一次演讲引发的火星

我父亲斯蒂芬想在年届40岁之前撰写一本书，38岁时，他意识到是动笔的时候了。既然尚未准备好涉及严肃主题，对未来也没有宏大构想，于是他便写了一本笑话书。

父亲40岁生日那天，我们大家庭里所有的人都从全国各地赶到密尔沃基，和我们一起庆祝他的寿诞。生日聚会在一家中餐馆进行。其间，每个家庭成员都要给他写的书发表一个“书评”。问题在于，直到晚会结束，书才会分发给大家。

我记得祖父拿着自己的笔记站起身来。他站在那儿，展开笔记，好像一卷手纸垂到地上。他接着就开始评价那本书。“第11页，书中说……”他给我们说了一个滑稽的故事。“第49页笑话说的是……”他给我们讲了一个更滑稽的故事。“第361页，斯蒂芬写道……”我们狂笑不止，跌下座椅。“第12 329页，笑话是这样的……”

那天晚上是我孩提时代最美好的记忆之一。

聚会之后，父亲首先将书给了我，书名叫《若试图取悦每个人，你会失去……及89个其他达观思考》。父母大约卖了1000本书。我想现在很可能还有几千册尘封在地下室里。父亲于2008年为庆祝自己的65岁生日，已对这本书进行了更新。

尽管我过去无意在自己年届40岁时写一本书，但异乎寻常的环境致使我比父亲出书的时间还提前了。但愿这是一本笑话书，然而，它不是。

本书讲述一个不守诚信公司的故事，公司名叫Allied Capital（联合资本公司）。如果你玩味一下该公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的名称，不难像变魔术一样变出All Lied Capital（全在骗人资本）。你不妨将它视为约翰·格里斯汉（John Grisham）书中描述的“那家公司”，只是其中没有紧张焦虑的追求和性爱场景。联合资本这家公司不仅在欺骗股东，手段是部分依赖新募集的资本给股东发放高额“红利”，而且也在抢劫纳税人。

我或许可称得上是“告发者”，但并非阿莲⊖。我是世界上最幸运的人之一。我有极棒的父母，他们很好地把我抚养成人。我有一个聪颖出众的妻子，三个活力十足的健康孩子。我的生意发展得好，获得了自己从未梦想过的成功。我平常与富有智慧的心地友善的人们一起共事。对我来说，那甚至谈不上是什么工作。与体力劳动者繁重的劳作相比，或者与难对付的老板打交道相比，我的工作就像是玩。

没有多少人听说过联合资本。一再有人问我：“有谁在乎联合资本？你想达到什么目的？你的受众是谁？”

本书还是可能有几类受众的。首先是绿光资本（Greenlight Capital）“家族”的成员。绿光资本是我经营管理的投资公司。我们的核心产品按通常的说法就叫对冲基金。我相信我们的声望极佳——这不仅仅是因为我们取得了良好业绩，也因为我们的投资分析和诚信。作为一家公司，我们犯错误时，并不羞于自我批评，而且我们犯的错误也够多。

如果你们属于绿光资本家族，我很高兴你们在阅读这个故事，但你们还不是目标受众。你们可能已经知道，绿光资本6年来在联合资本股票上一直做空，也就是说，如果联合资本股价下跌，我们对冲基金已经配置在其中的一部分资金便会盈利。你们多数人已然听我描述过联合资本数年来的不端行为。这样一来，你们也许已同意我的看法，并与我一道感受了挫折。

第二类可能的受众是数以万计持有联合资本股票的人。如果投资了这家企业发展公司，你们在长达45年的时间里一直有很好的投资表现。作为主要由个人投资者组成的庞大群体，你们似乎不太关心我有什么要说的。从我收到的一些不怀好意的电子邮件看来，你们有些人对绿光资本所做的

⊖ 2001年获奥斯卡最佳影片提名的《永不妥协》的女主角，因反叛精神事业、生活接连遭遇不幸、受尽磨难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

努力深恶痛绝。你们倒是在意联合资本每季度的现金分红情况。只要现金分红源源不断而来，你们多数人就会随波逐流。你们很多人可能会认为，本书旨在急切地劝告你们压价抛售联合资本股票，好让绿光资本随着股价下跌能赚到钱。联合资本管理层再三说，我是在“展开一系列活动，发布故意骗人的错误信息，目的就是为了博取个人私利”。你们很可能会相信他们。若是这样，我在此所写的不会改变你们的观点。

你们可能不了解，在一般情况下，绿光资本赌联合资本的股价下跌，并没有那么重要。尽管这可能关系到很多金钱的盈亏，联合资本并非我们的最大投资，亦非我们的最重要投资。在过去6年里，我们公司将3%～8%的资本投在做空联合资本上。

再者，2002年绿光资本的主要管理人做出承诺，无论我们个人在联合资本上赚了多少钱，均将其中一半捐献给一家儿童癌症治疗医院。当这项投资未能如我们希望的那样快速产生利润时，绿光资本于2005年捐出100万美元给这家医院。我当时说：“我一直在等待投资有好结果，但孩子们不应该等待。”随着本书的出版问世，我们在此承诺将个人可能赚取的另一半利润（包括我们所得的本书版权费）捐给两个值得受捐的组织：公共诚信中心和政府监督项目，它们都设在华盛顿特区。本书至少显示出，我们需要调查性新闻报道和监督政府的机构。这应该表明，我在这个故事中的利益现在已大大超出金钱之外，因为无论联合资本股价最终跌得多深，我本人不可能赚到一分钱。即便如此，联合资本的股东也不是本书的目标受众。坦率地说，如果你们不少人尚能读到此处，我深感惊讶。

当然，联合资本管理层也不想你们阅读本书。事实上，他们不希望任何人阅读。他们至少让其律师5次发函给出版商，阻挠本书的出版。他们主动提出，出版商可以联系高层管理人员，以确保本书做到“准确、负责和公允”。出版商建议联合资本，如果管理层将其关心的问题直接与本书作者接洽，那会更加妥当，而我也主动提出和他们会见，给予他们会见的机会，同时向他们询问自己要问的一些问题。当然，管理层又谢绝了，数年来正是同样的管理层一直拒绝给予机会与我们面谈。其实，正如我在后面的内容中所述，联合资本管理层始终坚守一个策略，那就是避免与任何对冲基金会见。联合资本的律师说：“极有可能会有一本像艾因霍恩先生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那样的多空对冲基金经理应该撰写的书，描述如何‘通过做善事’、‘空头们做到业绩出色’的故事，也就是说，描述空头们如何在赚取数百万美元的同时，还给证券交易委员会和其他监管者提供帮助的故事。”那些律师恰恰不认为联合资本正是这类故事的最好例子。我想本书的读者将会做出自己的判断。

我想要的目标受众要比上述这些小群体宽泛得多。我希望这是一本更多的人感到理想的书，他们对投资有所了解，也关心股票市场、商业、伦理以及政府管理，而政府理应让运动竞技场保持平整和公平。在阅读本书的过程中，你或许某个时候会自言自语：“够了！够了！我已经明白了！这真是一家糟糕的公司！你已证明你的观点正确！”

然而，我果真已做到这一点了吗？撰写本书的原因在于，通过一个“案例研究”来记录联合资本的胡作非为，同样重要的是，揭示监管者——我们的政府代表人，对这种胡作非为漠不关心听之任之的态度。

随着阅读本书，你可能会像我一样问同样的问题：监管者在哪里？证券交易委员会在哪里？在这些政府机构工作的都是些什么人，竟对滥用纳税人的钱如此无动于衷？国会在干什么？检察官在干什么？审计师和董事会在干什么？最后是，调查性记者及其编辑又在哪里？他们应该有能力深入挖掘棘手的事件，并对之进行揭露。

很多人相信安然和世通这两家公司暴露了企业界的欺诈行为。毕竟，违法者受到了起诉，国会也介入，并通过了严厉的反欺诈新法律。确实，很多上市公司现在更加小心谨慎，实施更为良好的财务控制。问题是，并非所有的恶人均受到控告，当局似乎也不甚关心，因此投资者将再次遭受伤害。

回首过去，尽管看起来很奇怪，但这一切均始于一次慈善活动——一家称为明天儿童基金的慈善机构举办的活动。该基金为一家设于新泽西州哈肯萨克市的医院提供资助，治疗患有癌症的儿童。它募集善款是通过举办一年一度的投资研究会议，在会议期间，广为人知的投资者与付费参加善事的听众分享投资心得。所有善款均交给那家医院。虽然2002年我并不认为自己大名鼎鼎，但我很荣幸地在这一年的会议上做了演讲。获知这家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

癌症中心的有关情况及其为患病儿童和家人提供的服务之后，我立即知道这是一项值得支持的事业。我将会有特别好的同伴与我一道做慈善，我想把它做好。

我从未在一大群陌生人面前公开发表过讲话。我的确想探讨一种能吸引听众注意力的想法。当时，我们投资组合中最有吸引力的想法就是做空联合资本股票。做空一只股票的相反操作是拥有或做多一只股票。做多时，你的想法是低买高卖。在做空交易中，你还是想低买高卖，但在此情况下，卖出股票发生在买入之前。具体操作是这样的：你的经纪商从股票的股东处借入该股票，再将股票借给你，而你在市场上将股票卖给新的买家，由此便建立了做空头寸。为了在日后平掉做空头寸，你在市场上买入股票，将股票还给你的经纪商，“覆盖”你持有的空头头寸，经纪商再将股票还给原先的所有人。你的利润或亏损是做空股票时的股价与买回股票时的股价之间的差额。股价下跌越多，你赚到的钱便越多，反之亦然。

在这次会议上，共有11人发言，我是倒数第三个。我之前发表讲话的一些人有极好的投资想法。格列维资本管理公司的拉里·罗宾斯（Larry Robbins）解释了通用汽车公司长期养老金和医疗健康的负债情况为何将会成为通用汽车的一大问题——这发生在此话题成为头版头条新闻之前的两年。雷格梅森基金公司的比尔·米勒（Bill Miller）推荐投资恩哥斯特公司，而富达麦哲伦共同基金公司前任经理莫里斯·史密斯（Morris Smith）谈到了凯蒂斯这家制鞋公司。

等我发表关于联合资本的讲话时，已经是傍晚了。此时股市已经闭市，停止了交易。我详述联合资本存在的诸多问题之后，外界纷纷传说这次讲话，第二天股市开盘时，该公司的股票未能交易，因为卖单太多，纽约股票交易所的做市商无法及时平衡那些卖单。股票真的开始交易时，一复盘便下跌20%。但是，那天的大幅下跌与我准备冒险一试的决定比起来根本不值一提，我在数年里致力于揭露我所认为的一个深不可测的骗局。

本书详细描述联合资本公司的欺诈行为、监管机构未能履行职责加以制止的表现、股票分析师和财经记者多数未能秉笔直书真相的事实（因为他们怀有偏见、受到恐吓、懒惰或者不感兴趣）。正如我2003年10月写信给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券交易委员会反映联合资本的问题所言，允许联合资本继续实施欺诈行为，会伤害投资者和其他遵纪守法的诚信公司。

联合资本的管理层有无数个机会回答我的指控，而我一次也未见他们回应那些构成指控理由的事实。他们不能做出回应；相反，他们大声高喊有人在操纵股价。我不必在此告诉你们这次演讲的具体内容，你们可以在www.foolingsomepeople.com网站上看到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOOLING SOME OF THE PEOPLE ALL OF THE TIME

第一部分

投资界慈善捐款晚会与绿光资本对冲基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章

创立绿光资本之前

我父亲和祖父过去都是经商的，家族企业在新泽西州，名叫艾德菲油漆公司。20世纪70年代初，第一次能源危机席卷而来，家族企业深受冲击，祖父母由此决定把公司卖了。父亲虽是化学专家，但在公司出售一事上费了不少心力。公司卖出后，父亲感到很享受这份操作的过程，于是心里认定他的未来就在购并这个行当了。为在华尔街找到一份工作，他付出了努力，但最终因为教育和工作背景不合适，没能实现愿望。

父亲打定主意，自己开一个购并工作室，工作室设在新泽西州岱马瑞士特市我们家的地下室里。父亲经营了一年，没什么收获，母亲就说服他举家迁至密尔沃基，因为她在那里长大成人，娘家的人这时都还住在那里。1976年，我7岁，我们搬家了。我父亲又重新开始干起购并业务，在郊区自家的房子里，他精心布置，把一间卧室改成了办公室。

对于儿童成长来说，密尔沃基郊区当时是最好不过的地方。我是密尔沃基酿酒人棒球队的铁杆球迷，为球队也为队里球星罗宾·扬特和保罗·莫利特尔加油喝彩。我去现场看过很多次比赛，包括1982年世界锦标赛。在我有生以来的大部分时间里，酿酒人可以说是一个表现糟糕的球队，但是，在你13岁的时候，如果你拥护的球队处于顶峰时期，我想对于每个球迷来说都是不可多得的经历。

我的学习成绩相当好，尤其擅长数学。读中学时，我多数时光是在辩论队度过的，这很可能让我在成绩上付出了一些代价。作为辩论队成员，你可以在评判

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性分析、组织工作和逻辑思考方面得到极好的训练。有一回，我兴奋不已，因为我妻子谢里尔宣布，为纪念绿光资本创立10周年，她在密尔沃基赞助成立了一个名为“城市辩论联盟”的组织，数以百计的中学生可以通过这个组织获得辩论训练和辩论经验。在我看来，辩论可以提升考试成绩，加强读写能力，还能提高毕业通过率。我对此并不感到吃惊，因为我从辩论经历中就受益匪浅。

父母经常在吃晚饭的时候讨论生意上的事。父亲像祖父一样，心理蕴藏着极大的耐性和执著，母亲对人对己都要求过高。购并业务很棘手费力，父亲多数时候都是“胜诉后才得到报酬”，也就是说，他常常为一笔交易奋力工作，如果交易未能达成，辛勤付出得到的回报要说有的话，也少得可怜。有时候购并交易进展非常顺利，客户看着父亲做的事，就觉得这笔交易太容易，认为收取的费用不公允。因为只有在交易达成之后费用才予以支付，所以很多客户便乘机要重新谈判，再定费用。母亲始终认为父亲在谈判中心肠太软，而父亲倾向于以长远的眼光看待这事。最终，他把公司从家中搬出。随着业务逐渐增多，公司获得了成功，父亲借此能很好地供养这个家。在表现最好的日子里，我会自命不凡，觉得身上既有父亲的执著与耐心，也有母亲的强硬和质疑精神。

我在康奈尔大学读的本科专业是政府管理，但是大三时我在华盛顿证券交易委员会经济分析部实习之后，便对经济学更感兴趣。我写的毕业论文阐述美国航空业周期性监管问题。政策制定者在两个相互竞争的利益集团之间寻找平衡：航空公司要赚钱，但消费者要航空运费低廉，还要在哪里都能乘到飞机。在反对竞争的周期阶段，监管者允许航空公司垄断经营空中航线、夺取枢纽城市、通过兼并消除竞争，这样航空公司便可以赚得丰厚利润。这种形势让消费者和政界人士大为不满，他们又要求监管者出台支持竞争的措施，以提供更多、更便宜的航空服务，而这会扼杀航空业的盈利。在航空公司遭受亏损甚至破产之后，政策制定者认识到有航空公司还是好事情。为诱使航空公司购买飞机、提供服务，要让航空业有赚取利润的机会才行，于是反对竞争的周期阶段又回归了。这种恶性循环的周期模式或许可以解释为什么沃伦·巴菲特说了这样一句俏皮话：投资者本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该在雏鹰市将莱特兄弟的飞机从空中击落。[⊖]这篇毕业论文让我在政府管理系赢得最优毕业成绩，同时也毫不奇怪，绿光资本为何从未拥有过一家美国航空公司的股票。

我开始通过校园招聘寻求一份工作。我参加了很多公司的面试，包括人们直接称为“那家公司”的美国中央情报局。我接到几份录用通知，其中有DLJ公司，尽管这家公司给的薪金是最低的，但我还是决定在它那里担任投资银行分析师的工作。我之所以选择这家公司，是因为我喜欢应聘时结识的公司招聘人员。我后来才意识到，需要在自己的判断力上好好下工夫。

我在DLJ度过了两年痛苦不堪的日子，公司提供一种与我的想象完全不同的教育。在那儿工作感觉就像宣誓加入了一个大学生联谊会，只是会员在你入会仪式上戏弄你时连装作是朋友的样子都没有兴趣。我不打算细说在这家公司里遭遇的诸多可怕的事情，不过几年前，约翰·罗尔夫（John Rolfe）和彼得·特鲁珀（Peter Troob）写了《华尔街追梦实录》（*Monkey Business*）[⊜]一书，倒像是对我在DLJ公司做初级投资银行家的生活进行了详尽清楚的描述。他们的描写与我记忆中的往事完全一致，其中写到与复印中心的人打交道时让你暴跳如雷的真实情景。他们俩的经历有一点与我迥异：我在公司的等级比他们还低一个级别，这使我的生活比他们痛苦得多。

我的问题有一部分在于，刚开始在公司工作时，全然不知那份工作需要我做什么。DLJ公司当初招聘分析师，是想在金融学或经济学与文科这两种类型之间招收雇员，进行综合搭配。我学的是政府管理专业，属于文科类型。我此前没有任何朋友从事过初级投资银行的工作，因此当公司代表在招聘过程中问我：“你愿意辛苦工作吗？”我一点儿也不明白他们这么说的用意。我做出了正确回答，但没意识到自己就此做出了承诺，必须每周工作100个小时以上。在我长大成人的过程中，爸爸每天晚上都赶回家吃晚饭，我相信我所有朋友的爸爸也是如此。我从未听说过，有什么工作需要

⊖ 巴菲特的意思是，如果投资者在20世纪初莱特兄弟试飞飞机时击落飞机，便可能没有了后来的航空业，而后来美国的航空业因周期性监管给投资航空业的投资者带来了很大的投资波动。

⊜ 此书已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整天坐在办公室，等待一般在晚餐前后才指派的任务。工作会进行到午夜过后，还常常要熬个通宵。我不明白为什么非得等到比我级别高的人都离开我才可以离开办公室——即便我没有任何事情可做。而且，我也不明白，为何当分析师是一种只是为需要“牺牲”的仪式而设立的仪式，即使根本不会给手头项目带来好处时，也得做一个分析师。但是，无论如何，我还是这样做了，因为这是行业文化。

我经常枕着放在办公桌下面的枕头睡觉，这时候，文字处理部在给我准备文件，或者复印中心的人把这些文件打印后装订成陈述书。早晨，我妻子谢里尔在上班的路上，总会给我送来一件干净的衬衣。在这之前，我从未听过这样一句充满智慧的话：“如果你不在星期六进办公室，要在星期天进来，你想也不要想！”我1991年8月开始工作，到感恩节的时候瘦了十多斤。

两年后，分析师一般会歇一歇，到商学院去读书。我不想继续过投资银行家的生活，便决定不去商学院。有个猎头公司给我打电话，问我是否想去一家对冲基金公司面试，我不假思索脱口就说：“想啊。”接着我又问：“对冲基金是干什么的？”就这样，西格尔考勒瑞公司发现了我。

加里·西格尔和彼得·考勒瑞管理西格尔考勒瑞基金公司，这是一家中等规模的对冲基金，当时大约管理着1.5亿美元的资产。如今，类似的基金有数十亿美元的资产。我离开西格尔考勒瑞公司时，公司管理的资产增至5亿美元左右。要学习对冲基金这个行当，这家公司是个极好的地方。

彼得是一位富有耐心又有奉献精神的导师，从他身上我学会了如何做投资、如何进行投资研究。有一次，我花数周时间研究一家公司，阅读公司呈报给证券交易委员会的文件，制作电子表格，跟公司管理层和有关分析师交谈。然后，我走进彼得的办公室，与他讨论投资这家公司的机会。他听我把话讲完，就拿上我的文件夹坐火车走了。第二天，他返回办公室时，已读完文件夹中的所有内容，还详细列了一个问题清单，真希望这些问题我已经问过自己。我刚开始在西格尔考勒瑞公司工作时，对这些问题总是不知道答案，两三年后，我通常大约能回答其中的一半了。

彼得在这家公司呈报给证券交易委员会的文件中仔细梳理，寻找对公司业务的描述或对公司经营成果的阐述有什么含糊其辞的地方。他在文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

件上做出记号，说明哪些是良好的公司行为，哪些是不好的，更甭提会标明激进的或保守的会计处理方法。有三个基本问题需要解决：第一，公司业务的真正经济效益怎样？第二，这些经济效益与公司业绩报告相对照，情况如何？第三，公司决策者与投资者，在利益一致性方面，情况又如何？

1996年年初，我与西格尔考勒瑞公司的同事杰夫·凯斯文一道辞职，创立绿光资本对冲基金公司。谢里尔给公司取的名字，她给我开了绿灯，同意我辞职办公司。要是你放弃一份好工作，完全依靠自己从头做起，并且一时也不指望挣钱，那么你妻子说应该给公司取什么名，你就取什么名好了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章 正式启动

在西格尔考勒瑞公司办公室边转角的一家餐馆里，我和杰夫在一张餐巾纸上写下了我们的最初商业计划。他将主管市场营销，也是业务合伙人，我将是投资组合经理。他并不确切知道在哪儿筹集到启动资本，但认为有他的那些熟人，我们可以筹到1000万美元起步。我把这件事告诉父母，令我吃惊的是，他们投票表示支持之后，自告奋勇地投资50万美元。

我和杰夫各写了一张1万美元的支票，创办绿光资本公司（简称绿光资本）。那是我为公司开出的唯一一张支票。我们印刷办公用笺，购买几台计算机、一台电视机和一台传真机。我们从自己的证券托管人（主要经纪商）那儿租了130平方英尺[⊖]的办公空间。要经过文件柜到我的办公桌，得设法挤过去。在自己的“套房”里，我们共用一台复印机以及其他5套小型交易设备。

1996年2月，我撰写宣传册，勾勒我们的投资计划，用实例说明我们的样本投资。尽管对冲基金业通常以保守秘密著称，但我看不出有什么闭口不谈的理由。我觉得，如果我们解释自己的投资计划，单个投资如何契合投资计划，会发生怎样的情况，以及为何如此，那么我们的投资者会对我们更有信心。他们还将理解，即使我们投资失手，那也是出自经过缜密思考、严谨守纪的决策。

无论怎样，我相信这会带来更加了解情况、更有信心、更为稳定的合伙人群体。我们提及自己的投资者时，称之为“合伙人”，因为我们正是这样看待他们的。

⊖ 1平方英尺=0.092 903 0平方米。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金之所以有保密的名声，部分原因在于证券交易委员会禁止对冲基金做广告。结果，很多对冲基金公开披露的信息要少于没有广告禁令的情况。证券交易委员会委员保罗·阿特金于2007年1月在一次演讲中指出这一问题："我们必须停止用关于对冲基金的煽动性语言吓唬自己和其他人。我们不要谈论对冲基金如何'在暗处操作'，还是让我们看一看对冲基金广告人受到的监管限制，那些限制阻止他们无法公开说出任何有关其基金的话语。证券交易委员会关于对冲基金业保密性质的抱怨，存在一大讽刺，即对对冲基金广告限制的有关规定受到如此广泛的解释，使得对冲基金广告人不敢公开发出任何声音。"尽管外界可能认为对冲基金遮遮掩掩，因为最新信息并非公开可得，但除非涉及我们正准备买卖何种证券，否则绿光资本会公开地与我们的合伙人沟通。

我们制定投资计划时，采用我在西格尔考勒瑞公司学到的投资技能，也就是分析公司的经济价值和决策者与投资者之间的利益一致性。我们的投资研究过程与多数传统的价值投资者所使用的分析框架相反。很多价值投资者是先确定一只股票是否价格便宜，如果便宜，他们便力求确定那只股票是否便宜得理由充分。他们识别投资机会的一个典型过程是，通过计算机屏幕，发现统计意义上的便宜性，诸如低市盈率、低市销率或低市净率，同时盈利上升之类。然后，他们将识别出的公司作为可能的投资对象进行评估。

绿光资本采取完全相反的方法。我们开始便提出问题：一只股票为何可能在市场上被错误估价。一旦有了一套想法，我们便分析该股票，确定它是否真正便宜，或被高估。为了投资，我们需要明白为何存在这一机会，并相信我们较之交易对方拥有相当大的分析优势。市场是个没有人情味的地方。我们买入某只股票时，通常并不知道谁在卖出。如果我们的交易对手无知无识、不谙市道，那便愚蠢至极。在多数情况下，今天卖出股票的人比我们跟踪该股票行情的时间更长，也更加密切，以前曾是买入者，现在已改变主意转为卖出者。更糟糕的是，交易对家可能是公司内部人，或者是信息灵通的业内玩家，在主要供应商、客户或竞争对手那里工作。有些投资者相信，他们买卖华尔街分析师研究最少的那些股票会占有优势。我们认为，一只股票是否"跟踪不足"并不重要，因为我们从其手上买入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票的人很可能已经跟踪了这只股票，而我们需要较之对行情有更好的把握。考虑到交易对手可能是任何人，我们肩上的担子很重。

很多传统的只做多头的基金经理设计接下来6～12个月里有良好表现的投资组合。对冲基金从两边攻击由此产生的低效率。有些对冲基金认为时间跨度太漫长，不关心一只股票是否将在1年里有良好表现，它们想要的是，今天或本周，最坏也是本月，就有斩获。这些对冲基金通常持有仓位的时间很短。它们很多是“黑箱”基金，计算机程序告诉它们买入什么股票。其他对冲基金是消息驱动型，想知道下一则消息或“数据点”是否正面或负面。在这类短期导向型基金中，有些会依赖技术分析，研究股票交易形态，识别近期可能的走势，另外一些会依赖基金经理的交易本能、感觉和经验。很多对冲基金综合利用由顿悟而产生的投资想法，其中有些颇为成功。不过，这些基金往往没有任何透明度，身在其外的人谁也不会对其投资组合了解多少。即便他们愿意大量披露，也没什么信息价值，因为其仓位变动太频繁。当投资是由计算机驱动时，基金经理对于分享程序并不感兴趣，因为程序是业务。

绿光资本认为，传统的投资时间跨度太短，因为股权若不是无限期资产，也是长期资产。我们做出一项投资时，通常对于投资持续多久一无所知。如果一个投资机会的不利方面在于短期内无法产生任何收益，或者投资变成“死钱”，我们能坚守下去。我们乐于持有1年以上，然后获得成功。在实践中，有些“死钱”起死回生产生好结果，快得出乎我们的意料。一个投资组合，若其中有些投资效果来得快，有些来得慢，其余的保持价值不变，便会产生令人兴奋的投资收益，诀窍在于避免出现亏损的投资。投资亏损很糟糕，因为那需要投资盈利予以抵消才能回到盈亏平衡。我们力求在每一项投资上做到保本。并非总能产生这样的结果，但这是我们的目标。

我们一般情况下持有期很长，所以没有任何理由不披露主要仓位。我们有些同行几乎不披露，因为担心人们会对其难免出现的投资失误飞短流长。财经记者似乎日益热衷于报道对冲基金的投资错误。绿光资本就曾受到过这种报道，当时我们重仓持有（并且我是其董事之一的）新世纪金融公司，该公司是次级抵押贷款发行人，于2007年年初轰然崩盘。我的看法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，损失了真金白银较之因别人看到我们出错而难堪会糟糕得多。

尽管我们的投资研究过程在很大程度上依赖于我在西格尔考勒瑞公司受到的训练，但绿光资本构建投资组合的方式不同于西格尔考勒瑞公司。在西格尔考勒瑞公司，最大的投资都是多空配对交易。所谓多空配对交易，就是将身处同一行业并且市场交易估值大幅偏离的两家公司进行搭配投资。西格尔考勒瑞公司会买入估值较便宜的那家公司，同时卖空更昂贵的另一家公司。在理想的情况下，持有多头仓位的公司较之持有空头仓位的公司拥有更好的前景，或者会计政策更为保守。多空配对交易试图通过既消除市场风险又消除行业风险，同时利用随着时间推移而产生的估值收敛，来防范投资组合内投资的损失。

开始有一个不错的投资想法，并找到一个估值大不相同的行业可比公司进行匹配，这样便产生一次多空配对交易。经常会有的情况是，多空配对交易的空头除了作为行业风险和（或）市场风险的防范手段之外，并无什么投资价值。倘若你将投资由1～10分成10个不同级别，其中1为最理想的多头投资想法，10为最理想的空头投资想法，那么多空配对交易的投资组合将拥有很多个3和4与同一行业的6和7匹配。绿光资本一般不做多空配对交易。我们接受更多的行业风险，但配置投资组合时，我们相信其中多头是1和2，而空头是9和10。我们做空并非为了防范投资损失。如果对于某一仓位的风险感到不安，我们就减少或出清这一仓位。通过持有值得拥有的多头和值得拥有的空头而构建的投资组合，我们可以实现部分市场对冲，同时不必把资本花在期望收益为负的投资命题上。

每当我们拿资本冒险而做多或做空，我们相信这一投资具有其自身优点。我们的目标是在每一项投资上赚钱，或者至少保本。这就意味着，股票应该会有足够程度的错误定价，这样一来，如果我们是正确的，我们会大有斩获，但如果我们在很大程度上犯错，我们大致会保持不赔不赚。显然，如果我们错得离谱，我们就会亏损。我们不使用指数来对冲，因为我们通过选择风险回报特征很差的单只股票做空，可以创造更多的收益。指数对冲的期望值是负数，因为随着时间的逐渐推移，市场会向上走，而空头只是在下跌行情中带来好处。做空单只股票有两个获利途径——要么市场下跌，要么事实证明特定公司的分析是正确的。在实践中，我们在多头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上较之空头有更多的暴露，因为我们的空头仓位较之多头仓位往往对市场更为敏感，波动性更大。再者，市场随着时间推移往往会走高，我们也希望参与其中。管理投资组合只有在市场下跌行情中才能有超好表现，在心理上很有挑战。我压根儿不想把自己的生命浪费在期待市场崩盘上。

我们与西格尔考勒瑞公司另外一点不同之处在于，我们避免“不断演进的假想”。如果我们的投资基本依据证明有误，我们便退出仓位，而不是创造一个新的适当理由继续持有。当我们的分析出错，或者我们就是无法忍受煎熬，我们便退出，而不是当市场行情持续时间长于我们的想象时才退出。每个人都会在有些时候犯下错误。在西格尔考勒瑞公司，主要管理人很精明，也相信公司很精明。要让精明的人承认自己出错很难。作为西格尔考勒瑞公司的一位研究分析师，如果我认为某只股票会涨到10美元而建议对其做多，并且股票跌至7美元，那么整个公司会对我对其再做买入推荐存在极大偏见，即使那需要为该仓位设法想出一套新的持有依据。如果该股票跌至5美元，它可能成为基金持有的最大仓位之一。这样便造成一种风险，即西格尔考勒瑞公司将最多的资金投放到最错误的投资想法上。

我们认为自己是“绝对收益”投资者，因此并不将我们的投资结果与只做多的指数进行比较。这意味着，我们的目标是随着时间的推移，无论市场环境如何，都要努力实现正收益。我相信，对冲基金之所以有巨大吸引力，是因为它具有博取绝对收益的导向。多数只做多的投资者，包括共同基金，都是相对收益投资者；其目标是投资表现优于某一基准，通常这一基准是标准普尔500指数。在评估一个投资机会的过程中，相对收益投资者提出的问题是：“这一投资将会胜过我的基准吗？”相比之下，绝对收益投资者会问：“该项投资的回报是否大于其风险？”这会导致分析框架完全不同。结果，两类投资者可能考察同样的情形，但得出的投资结论却大相径庭。

人们普遍误以为，投资者被对冲基金所吸引，原因在于对冲基金的法律地位、保密性质、杠杆操作，以及据财经杂志所描述的收取高额业绩费。其实真相更为简单：对冲基金通过更好地分析风险和回报的问题，与采取相对收益策略的投资者相比，可以拥有巨大机会创造出色的风险调整后收益。虽然财经媒体不理解这一点，但对冲基金的投资者心中有数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于对冲基金的表现，还有其他误解。要衡量其表现很容易，但要评估其潜在风险却很难。结果，强调对冲基金与标准普尔500指数之间的表现比较便很容易。在有些人看来，如果标准普尔500指数上涨20%，而对冲基金的收益是15%，那么对冲基金就没有尽职尽责，投资者已将大量金钱浪费在高额业绩费上。鉴于分析框架之不同，比较绝对收益策略与只做多基准的结果几乎没有意义。这好像是评价说达拉斯牛仔队（橄榄球队）比纽约扬基队（棒球队）的胜率更高一样。判断一个策略，将策略与其目标和产生的背景相比较，才是重要的。如果扬基队的目标在于赢得世界大赛冠军，并且做到了，那么将其胜场记录与牛仔队进行比较又有什么意义？同样道理，如果一家对冲基金力求实现有吸引力的风险调整后正的绝对收益，并且如愿以偿，那说明它已达成最初的设想。

与上述情况相似，财经媒体也误解了对冲基金的风险。学术研究表明，对冲基金与只做多的指数相比，波动性或风险要小得多。然而，对冲基金可能会遭遇引人注目的巨大失败。要么基金经理做出了糟糕或倒霉的决策，要么更坏的情况是，他们监守自盗。显而易见，欺诈需要受到严厉制裁。

我决定管理集中持仓的投资组合。正如乔尔·格林布拉特在《不够聪明也能成为股市天才》（*You Can Be a Stock Market Genius Even If You're Not Too Smart: Uncover the Secret Hiding Places of Stock Market Profits*）一书中特别指出的，持有8只股票会消除只拥有1只股票所承担的81%的风险，持有32只股票会消除96%的风险。格林布拉特得出结论认为："买入不同行业中6只或8只股票之后，为减少风险再添加更多只股票到投资组合之中，其努力所得的益处很小。"这一深刻观点给我的印象极其重要。要发现1和2的做多机会或者9和10的做空机会非常困难，所以当我们发现时，投入足够资本以获得回报便非常重要。基于这种理念，我们认定，绿光资本将来要集中持仓，把多达20%的资本投放于单个做多机会上（最好是1！），一般把30%～60%的资本投入最大的5个多头仓位。我们将空头仓位规模设定为同样品质多头仓位的一半，因为当空头仓位的表现对我们不利时，它们会在投资组合中占有更大比例，让我们能够忍受最初的损失，并保持甚至增加投资。在多数成功的做空交易中，我们会在一段时期内逐渐亏损，直到我们突然间大赚一笔——这常常发生在一天之内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们最初想筹集1000万美元启动绿光资本，后来证明这个设想野心未免太大。我们按照清单联系熟人，能够会面的便迫不及待地会面，很快意识到几乎没有任何人愿意投资给27岁毫无投资业绩记录的我们。我们认定，要获得投资业绩记录，唯一能做的就是动手干起来。干1年，我们就有1年的记录；干3年，我们就有3年的记录。投资业绩记录不会出现得比这更快。

1996年5月，我们筹到90万美元正式启动——其中一半多来自我的父母。我们的最初的投资包括一家住宅建造商MDC控股公司，我们现在仍然持有，还有EMCOR公司，一家近期走出破产困境的电气和机械系统承包商。我们在EMCOR公司上狠赚了一笔，不过直到2001年才真正获利。

我们1996年5月赚到3.1%的收益率（每当我引用绿光资本的基金收益率，除非特别说明是“毛收益率”，否则是指扣除业绩费和其他费用之后的收益率，也就是合伙人获得的“净收益率”。我讨论单个投资，总是使用毛收益率）。当月月底，我们将基金15%的资本投资于安东尼公司，这是一家小型零售商，近期刚摆脱破产窘境，重新开始盈利。市场给该公司的估值是1800万美元，不过其拥有两倍于估值的净营运资本（流动资产减去所有负债）。绿光资本6月的收益率是6.9%。

7月，市场出现调整，标准普尔500指数下跌4.5%。但是，我们的投资组合幸遇数个利好事件，产生了4.8%的收益。我们此前于6月，已按照77%的折扣价，购买了野营经营商美国特雷尔公司的债券，债券于7月以100%的平价由该公司回购。当半导体资本设备制造商泰乐恩公司宣布将以高溢价出售时，我们又获得不菲的收益。最后，我们规模较大的卖空仓位麦克威尔公司（我们当时仅持有两个空头仓位）宣布，由于系统问题，每股收益糟糕，股票随之崩盘。

每个月最后一天收盘之后，我站在传真机边，逐个给合伙人传送投资报表。多数在我们基金启动之前接洽的人，无论是否当真，都要求我们保持让其了解我们的情况。此时，有几位开始通知我们，要把钱送来。这年8月，我们有了第一位投资100万美元的合伙人。

如果我们没有错失几次机会的话，这一年的收获无法再好了。夏季某个时候，我思考投资破产零售商佳品公司债权人持有的债权。我经过了缜密思考，但并未建立仓位，而是决定留待第二天再定夺。第二天早上，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

走进办公室，告诉凯斯文我想对这家公司设立12%仓位头寸。我给一家交易债权的经纪公司曾讨论过这一想法的销售员打电话，给他下买单。他问我是否已看过新闻，我说没看。瑟维斯商品公司已同意购买该破产零售商，因而债权价值一夜之间翻了一番。当然，在实际已做出的投资上犯错，远远比错过一次好机会后果严重得多。

我们一位最初的合伙人，为了答谢我们取得的出色投资业绩，给我们列了一个10多人的清单，上面全是他的“富人”朋友，其中多数成了我们的合伙人。有一位没有投资，因为他给我出了一道扑克牌智力测试题，而我未能给出答案。他叫我从一副扑克牌中拿出同一花色的牌，安排这些牌的顺序，好让我将最上面一张牌翻开正面朝上，将下一张牌放在最底下，再翻开一张牌正面朝上，将下一张牌放在最底下，如此重复，直到所有的牌按数字依次排列。我把事情搞砸了，错过了一个好机会，看样子我得钻研一下自己的牌技。（正确顺序是A、Q、2、8、3、J、4、9、5、K、6、10、7。）

绿光资本1996年5月之后获得37.1%的收益率，没有一个月出现负收益，管理的资产达到1300万美元。我们决定举办一次“合伙人晚餐会”解释我们的投资结果，于是在位于曼哈顿上东区的一家意大利餐馆包下一个小房间。1月一个雪花纷飞的夜晚，合伙人前来参加晚宴。他们是包括我父母在内的大约25个人——我们邀请的每个人几乎都出席了，好几人从纽约之外赶来。我们陈述了经营情况和投资业绩。这并不难，因为多头和空头仓位都有斩获，没什么重大亏损的投资需要讨论。我们的投资结果最好的是安东尼公司，它上涨500%，贡献了大约1/3的总收益。

第二天，布鲁斯·古特金，最早的四人投资者之一，最终于2004年成为我们的首席交易员（最初我们只有一位交易员，但这是一个头衔膨胀的时代）。他打来电话说，不仅晚宴让人快乐无比，他的妻子在回家的路上还说“干大事就是这样开始的”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOOLING SOME OF THE PEOPLE ALL OF THE TIME

第 3 章

绿光资本早期成功投资

1997年伊始，我们势头强劲，第一季度获得13.1%的收益率。接下来，我犯了一个代价高昂的错误。坏结果通常有两种类型。有时，分析风险和回报之后，一项投资看起来很有吸引力，但是不幸的事情或不太可能出现的事情发生了；有时，分析本身就有缺陷，投资品的质地不良，我们该当最终遭受损失。这次错误属于后者。我们将6%的资本投放于瑞莱斯公司，该公司向信用记录有污点的人发放汽车贷款，利率为18%。投资该公司的关键问题是：18%的贷款利率是否足够覆盖贷款违约造成的损失，而这些损失更难估计。我分析了车辆收回数据，确定瑞莱斯公司收回了20%的贷款汽车，每次损失40%的贷款。贷款期为2年，所以我计算出每年贷款损失率等于20%×40%÷2或者4%。那么高的贷款利率看来足以覆盖损失，而且公司股票看起来也便宜，交易价低于账面价值。

我犯的错误在于损失分析的框架设定不当。车辆收回的统计数据并未包括收回者未能找到的汽车大约10%的贷款。显然，这些贷款是百分之百损失了。这就意味着实际贷款损失是我计算的两倍以上。18%的利息并未覆盖贷款资金成本、真实损失和经营费用。我们投资的钱大约丧失一半，这时我才意识到自己犯了错。这笔投资损失导致我们在4月份第一次出现月度亏损，亏损率为0.3%。

这一年其余时间都轻松盈利。最大的盈利源自保险公司非互助化交易、公司分拆、品尼高公司和一些做空交易。非互助化交易，对于我们这种类型的投资而言，是狩猎场，能轻易找到自己感兴趣的猎物。很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多保险公司作为客户合作机构或“互助机构”而设立。在互助机构中，没有任何股票所有权，但是保单持有人，通常被视为“所有人”，的确拥有一些权利，比如选举董事。管理层的利己之心很简单，就是保持偿付能力。他们倾向于实行保守的会计政策，因为不存在股价，甚至也不存在有组织的所有权群体让他们担忧。报告利润若很多，会产生税收，同时更有可能使保单持有人或者通过更低的保费，或者采用支付盈余的方式，要求返回部分钱款。报告盈利实际上可能导致最终出现财务困境——这是管理层需要避免发生的事情。

互助机构偶尔会在一次称为非互助化的交易中将自身转化为股权公司。最有吸引力的交易是在首次公开发行时出售100%的股权，出售所得归所属公司。新的投资者实际上免费获得该公司，因为首次公开发行之后所拥有的，包括由公司持有的首次公开发行所得资金和公司本身。再者，按首次公开发行的发行价为管理层设定一份不错的股票期权，股权激励和股权结构可使新股东和管理层几乎毫无风险地收获一笔横财。在很多情形下，业绩乏善可陈的公司在首次公开发行之后，开始显示出相当可观的利润增长。

有些公司分拆交易尽管需要根据情形进行具体评估，但也具有和非互助化交易相似的动态情况。公司分拆是指，大公司退出对子公司的投资，将子公司股份分配给该母公司的股东。数年来，我们发现精心挑选的公司分拆交易是极好的投资机会。

品尼高公司是一家科技公司，在我们投资前已有两三个季度业绩报告令人失望。公司股价下跌，趋向账面价值，而账面价值多为现金。很多价值投资者回避投资于科技公司，因为它们的产品复杂，竞争领域变化迅速。我们的看法是，科技公司若不在亏损经营，按照账面价值进行交易，并且看来拥有一种靠得住的产品，便是很好的投资对象。事实证明，品尼高公司正是这样的例子，当该公司业绩报告趋好时，股价涨了两倍。

最后，一些做空交易也为1997年的收益贡献良多，其中包括波士顿炸鸡公司和新秀丽公司。波士顿炸鸡公司的会计惯例使其得以在特许经营人的餐馆开张之时，提前确认收入和利润。波士顿炸鸡公司为餐馆开张和预付费用以及给特许经营人贷款的已获利息提供融资。特许经营人的餐馆盈利不足以支撑应支付给母公司的账款。波士顿炸鸡公司的股东并不关心，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或者可能甚至对特许经营人在亏本经营并不知情，因为波士顿炸鸡公司未将特许经营企业并入其财务报表。我们相信，如果餐馆的经济效益并非强劲得足以让特许经营人偿还对波士顿炸鸡公司的债务，并且为其自身赚取合理收益，那么他们将不再开张新的餐馆，因此波士顿炸鸡公司的市盈率会随着公司增长停滞而下跌。后来的事实证明还要糟糕，因为特许经营人在贷款上违约了。最终，波士顿炸鸡公司走向破产。

新秀丽公司同样也崩盘了。我们在28美元时做空其股票，并看着股票飙升至45美元。我一再检视出现这种情形的原因，然后决定大量做空。新秀丽公司此前已提高产品售价，同时扩张了销售网络。该公司自身已开出很多门店，与其大宗客户即零售商展开激烈竞争。我们在曼哈顿看到一个箱包店，橱窗上贴有一个"新秀丽折价40%"的告示牌。我们把告示牌买下来挂在自己的办公室。当时店员朝我们滑稽地笑了笑。后来的事实表明，这并非唯一设法消化新秀丽公司多余存货的门店。当新秀丽公司承认顾客并不认可提价，零售商存货充斥时，其股票骤然下跌至6美元。

我们于1997年夏季雇用第一批职员，搬进灰栏大厦我们自己的办公室，与中央车站相邻。我们感觉1300平方英尺的办公空间就像一个宫殿。我有了自己的办公室，可以在电话中和妻子交谈，不让任何人知道晚餐要吃什么了。

我们以57.9%的收益率结束1997年，管理的资产达到7500万美元。我们决定，直到自己准备好如何投资才会接纳新的资金。为何如此？因为将太多的新资本过快地纳入投资组合是一个难题。要找到新的投资对象，或者给现有投资增仓，会带来过多压力。我们不会将新资本配置进已有仓位，除非对已有仓位有了新的投资想法，或者那的确是我们想增加投资的仓位。然而，尽管职业投资经理习惯性地将新资金投入现有仓位，但是当一项投资已进入中盘阶段时，我们这样做会感到不安稳。如果我们认为某种东西价值20美元，而按10美元购入，那么要是我们认为其价值尚未改变，便在16美元时增加购买吗？最好等待出现新的投资机会，或者将基金对新的投资者关闭。从另一方面看，当组合得到充分投资时，添加新资产有助于投资绩效。这给新机会提供空间，无须过早地清空现有仓位。我们会在这种情况下偶尔接纳新资本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们在佩恩俱乐部举办1997年合伙人晚餐会，有50人参加。我们期待这是一次庆功宴会，但它不是。做完陈述之后，我们接受合伙人的提问。好几个合伙人抱怨管理的资产增长得太快，他们担心我们将无法保持那么高的收益率。我解释说，我们封闭了基金，直到我们已充分投资才会接纳新资本，并强调说，我们并不期待在任何情况下再次斩获57%的收益率。正如我们从未期望投资结果如此之好，我们也不相信这样的结果在任何资产规模下可以持续获得。我们的目标是每年赚取20%。即便如此，也并非年年可以达成，但我们希望随着时间的推移，能实现这样的平均收益，同时承担的风险显著地小于市场。这是一个富有挑战的目标，我们或许实现不了。我相信，设定高目标，而非轻易可达的低目标，会有益处。不过，最初强劲的投资业绩无论如何不能成为升高标杆的理由。不管怎么说，这次晚餐会是一个让人难以应付的场面。我从中得知，如果我们要“上问答课”，我就得准备回答任何问题。

我们1998年开端不错，基金到4月获得9.9%的收益。然后，我们持有的最大空头仓位计算机学习中心成了问题。计算机学习中心是一家营利性教育公司，利用慷慨的政府学生贷款，对学生和政府两方敲竹杠。该公司每年向未受过教育的人每人收取2万美元，教授计算机技能，它们什么样的学生都来者不拒。有家做空机构派一个人故意通不过该公司一所学校的录取考试。一位招生主管给她答案，让她再次参加考试。因为该公司提供劣等产品，并且行为不端，所以我们重仓建立了空头头寸。华盛顿特区一家电视台做了一次专题报道，采访大量愤怒地抱怨教学设施不佳的学生，并播放秘密拍摄的录像，显示一位招生主管向一位可能接受教育的学生承诺，一旦毕业便能获得高得荒唐的预期起薪。股票市场对之做出的反应是：打了一个呵欠。

计算机学习中心公告第一季度收益强劲。首席执行官里德·贝克特尔威胁做空者，告诉《华盛顿邮报》：“公司股票每上涨1美元，空头们就得从银行账户里拿出400万美元。”《华盛顿邮报》称，他告诉一位投资者“我们已遭广岛之苦”，空头们“该到受长崎之痛的时候了”。此后不久，公司股票开始下跌，因为教育部宣布调查合规问题，伊利诺伊州总监察官也正式提出民事欺诈的投诉，股价下沉。我们感觉到离终局不远了，便加大空

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

头仓位。

两三个月之后，计算机学习中心支付50万美元罚款，承诺更加规范经营，由此与伊利诺伊州总监察官了结此案。总监察官认为处罚严厉，但股票市场判断这是计算机学习中心为摆脱困境付出的微不足道的代价。多头们散布传言说，教育部已完成调查，不会采取强力行动。波士顿的三家共同基金都在已经持有的重仓中增加了头寸，股票旋即翻倍，看来计算机学习中心可能真的逍遥法外了。我决定吞噬苦果，于7月平掉空头仓位。我们在此仓位大约损失2.5%的资本。

这次空头平仓是一个糟糕的决定，因为后来事实证明我们对该公司的判断是正确的。监管行动的曝光和该公司更为保守的行为，致使入学人数和收益未达到预期，因此扼杀了公司股票。这类情况在有争议的做空交易中实际上会多有发生：很多时候，多头们在关键批评上（在此案例中，监管者没有立即让该公司毙命）赢得战役，但空头们却赢得战争，因为经营或会计变革会导致业绩令人失望。教育部又费时两年才完成其调查工作。调查完成之时，教育部要求计算机学习中心退还向政府预支的所有学生贷款，这迫使它们破产倒闭。（若想查看描述充分的情况概要，参阅下列网页：http://chronicle.com/free/v47/i23/23a03501.htm。）

做空一家受政府监督的公司，对于投资者来说，关键问题在于，即便当政府采取行动时，其行动速度也不会比股票市场快。两年对政府调查而言也许已非常迅速，但对于像绿光资本这样的报告月度业绩的投资者来说，即使采取的是长期策略，那也太漫长。基于我决定平掉计算机学习中心，我有了更强的承受能力，同时也学会变得更有耐心。很多投资实例教会我这一教训，计算机学习中心是其中代价更为高昂的公司之一。

很不幸，我们平仓计算机学习中心之时，股票市场达到近期高点。这段时间前后，我们还平掉两三个其他空头仓位。一个是斯里莫资本，该公司以其创始人莫里斯的姓命名，但反过来拼写他的姓。斯里莫资本与联合资本处于同一行业，这时我们对联合资本尚不熟悉。斯里莫资本是一家企业发展公司，向私营公司发放中级贷款（清偿优先权高于股权，但低于优先级债务）。

企业发展公司是国会为小企业更多地获得资本和专业管理技术而特别规范的一类公司。自1940年《投资公司法》颁布以来，这类公司便以某种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形式存在，但是它们的现有结构产生于1980年国会颁布的《小企业投资激励法》。企业发展公司向小企业发放贷款，提供咨询，以此收取利息和咨询费。本质上，企业发展公司是公开交易的私募股权公司，让公众有机会参与年轻公司的成长。企业发展公司发行股票募集资本，公司行为好比封闭式共同基金。它们遵循2002年颁布的《萨班斯法案》和1934年颁布的《证券交易法》。根据法律要求，企业发展公司必须对其发行的债务保持200%的资产支持。换言之，它们所投资资产的价值必须两倍于其承担的债务，这规定了其进行杠杆操作的最高限度。只要将应税收益直接转给股东，它们也不缴纳公司税。

斯里莫资本通过一种自鸣得意的循环方式为其快速增长提供资金，在此循环中，以可观的资产净值（账面价值）溢价募集股本，这样会提升其资产净值，并提供新鲜而便宜的资本来扩张其投资组合。这种循环能让斯里莫资本提升盈利和股利，致使股票价格进一步上涨，如此一来，斯里莫资本得以用另一次股票发行重复这种周期循环。

作为投资公司（企业发展公司是一种受监管的投资公司），斯里莫资本并不报告或合并其投资成果。相反，斯里莫资本根据“公允价值”记录其投资组合。我们拿到斯里莫资本报送证券交易委员会的文件，建立一个数据库，追查每一会计期间每笔投资的成本和公允价值。通过按贷款发行日追查贷款的表现，我们确定，尽管投资组合整体数据看上去诱人，但资产快速增长掩盖了糟糕的投资业绩。我们估计，从贷出至最终到期，大致有40%的贷款变成坏账。而且，这些数据表明，管理层对潜在问题有充分的预警，却迟迟不在会计中确认问题贷款。

很多中级贷款公司免费得到以“股权报酬”知名的认股权证，因为免费权证会“踢高”收益。出于估价目的，斯里莫资本将贷款和股权报酬分别入账。数据库揭示，出现麻烦时，管理层会减记股权报酬的价值，却让该笔贷款以原始价值保留在账上。显然，如果股权价值减少，那么该笔贷款的风险已经上升，也使得贷款价值下降。管理层并不考虑这一问题，继续以原始价值记录贷款，直到其确定贷款损失已无可避免。在查看贷款的历史纪录时，我们毫不奇怪，减记股权报酬证明能可靠地预示贷款将来会被减记。更有甚者，最初的贷款减记常常先于进一步的减记，直到最终损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失确定，或注销。

这种情况不应发生。如果斯里莫资本管理层在会计上公允记录投资组合，那么将来的调整应独立于先前的调整，不应存在任何固定模式。在交易市场，当坏消息出现时，市场会校正证券价值，直到新的证券价格预期产生正的未来收益为止。如果斯里莫资本这样做，那么资产减记不应招致进一步减记。唯一的解释是，管理层慢于充分承认坏消息。另外，还有其他令人愤慨的事情。例如，斯里莫资本的审计人安达信公司在1996年审计意见中写道："我们已审核董事会为获得这些投资价值的估计值而采用的会计程序，并查验相关会计记录，我们认为会计程序合理，会计记录恰当。"在1997年审计报告中，安达信公司删除了这句话。

人们开始提出问题，表示怀疑。1998年3月，斯里莫资本由摩根士丹利为其主承销商，最后一次成功募股。7月，该公司公告的季度收益略微令人失望，两笔不良贷款损失1000万美元左右，每股收益大约减少25美分。股票从5月32美元的高点跌至7月的15美元左右。我们按每股10美元的价格平掉空头仓位，这正好在股票于10月暴跌至3美元以下之前。

我们在佛罗里达州专门从事工伤保险的SHSE公司的非互助化交易中运气极好。公司作为互助机构会计政策保守，首次公开发行募集的所有资金均归属公司，管理层团队受赠大量原始股和股票期权，这三者结合在一起，使非互助化看来可以引起市场高度兴奋。1997年5月，我们将基金大约15%的资本按每股14美元的价格进行投资。

更美妙的是，SHSE公司近期已用非常优惠的条件购买再保险，从而降低了风险。从根本上讲，再保险公司愿意承担多数风险，向SHSE公司支付巨额费用。我们相信，当市场意识到SHSE公司由一个风险企业演变为一个品质高且费用可预测的企业时，公司盈利和市盈率均将上升。当SHSE公司于1998年6月宣布按每股33美元的价格以现金支付形式出售给利宝公司时，我们实际上非常失望。

最终结果表明，该公司管理层很机智，我们也很幸运。首次公开发行路演时，首席执行官漫不经心地说想"在保质书期满之前"出售公司。我听过这一说法，但直到这一年尤尼卡公司丑行被揭露，才充分注意到。尤尼卡公司是再保险经纪商，诱使再保险公司按照没有经济利益的条款给工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伤保险提供再保险。有时，同样的风险被转嫁数次。风险每转嫁一次，尤尼卡公司就收取一笔费用。当再保险公司看清实情时，其中好几个公司拒绝支付赔偿金。随着骗局被揭开，几乎每一只工伤保险股票都崩盘了。我猜想，尤尼卡公司提供的优惠再保险使SHSE公司得以改变了其业务模式。尤尼卡公司东窗事发本来很可能导致SHSE公司随同其他工伤保险公司发生崩盘。不过，任何问题都与利宝公司有关，而不是与我们有关。有时候幸运比精明更好。

另一个表现出色的空头仓位是世纪公司，这是一家通过收购一系列从事同类业务的小公司而组成的公司，它提供会计服务，但其自身会计糟糕透顶。在这类公司中，合并方以低于其在公开市场可得的市盈率倍数，购买小型私营公司。每次收购有助于增加盈利，从而驱动股价走高，并让合并方得以利用其“货币”在无休止、志得意满的循环中收购更多的私营公司。迈克尔·德格鲁特领导世纪公司，他既有名，又有钱。像多数累积收购众多同类小公司的公司一样，世纪公司声称会改善所购公司的经营，创造15%的内部年收入增长率。实际上，出售小公司者往往是临近职业生涯结束的企业家，他们出售企业给世纪公司之后便去玩高尔夫。

世纪公司的会计在数个方面不符合一般会计准则（GAAP）。首先，世纪公司从收购“生效”日开始确认新购公司的收入，而该日期出现在收购交易实际结束之前。其次，世纪公司按市场价值40%的折扣给其作为“货币”发行的股票进行估值。这些伎俩使其得以过早地确认收入，少报商誉，误导投资者对其收购公司时所支付市盈率倍数的认识。

我们在绿光资本历史上第一次发函向证券交易委员会反映。我们批评世纪公司的会计，请证券交易委员会坚持要求公司在将来的报送文件中做出更为清晰的披露，但证券交易委员会从未回应过我们。然而，1年后，世纪公司重新编制其会计账目，使用“交易结束”日而非“生效”日开始确认收入，增加商誉。该公司减少“内部”增长率，大幅偏离预算，并更换了管理层团队。公司股票大幅下跌，从1998年8月的25美元跌至2000年10月的不足1美元。

但是，因为我们正好在市场因俄罗斯债务违约、长期资本管理公司崩盘和亚洲发生经济危机而开始快速下探之前，平掉了计算机学习中心和斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里莫资本公司的空头仓位，所以我们在错误的时间较平常持有更多的净多头。结果，我们连续5个月亏损，从1998年5月一直亏到9月。

8月是我们基金创立以来业绩最差的月份。市场在本月底大量抛压，急速下跌。那一周我正在纽约州北部度假。股价疯狂暴跌，人们对此无能为力。我们不能看着交易屏幕说，这些都是因其他投资者遭遇“被迫清盘”而产生的“大甩卖”价格。正如后文所详述的，这正是联合资本为按膨胀价持有受损投资而惯用的那种类型的借口。价格就是价格，我们投资组合的会计记录会反映这一点。这个月我们的损失超过8%。真是痛苦不堪！

我们最大的一个合伙人是半退休的知名对冲基金经理，他有着上佳的长期业绩记录。有他做合伙人，我们感到自豪。据说，他声称自己在8月的最后一天给我们办公室打电话，但无人接听电话。凯斯文当时并未度假，他说自己绝对不可能不理会这位合伙人和他打来的电话。这位合伙人不久便在其办公室召见我们。他说无法相信自己认为我们是如何的不负责任。他问了我们投资组合的有关情况。我们给他描述了在阿格伯德公司上的最大投资，这是一家从罗森普瑞纳公司分拆出来的宠物食品制造商。由于该公司的亚洲市场受到影响，股价在当年夏季的抛售狂潮中已经下跌。它这时仍然是极好的投资对象，1999年将是股市的一个大赢家。最终，嘉吉公司两三年后收购了该公司，收购价两倍于1998年的市场交易价。在我们描述该项投资的过程中，这位半退休的著名投资者大声嘲笑我们，“我还以为你们是摇钱树呢！”他刚刚碰到大好投资机会，就完全赎回了在绿光资本的投资。在接下来的5年里，每隔数月便有人告诉我遇见过他，听说我们如何差劲。

他并非独一无二。一大批合伙人在我们连续5个月投资失利之后重新考虑其投资。尽管我们竭力说明自己的投资计划和与之有关的风险，但有些合伙人很可能还是更为关心短期业绩记录。我们的合伙人在8月和次年1月之间大约赎回一半账户上的资金。要不是由于股价超低的投资组合随市场在第4季度回升，我们的投资业绩还要不堪。有些投资者仍然相信我们，甚至追加了投资，同时我们也吸引了新的合伙人。总体而言，新来投资与已赎回投资不相上下。我们以10%的收益率结束这一年，期末管理的资产达到1.65亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然我们1998年创造了富有吸引力的风险调整后收益，但我们并未实现目标。增长型股票和大市值公司是市场的宠儿。很多领衔市场上涨的巨型公司股票，恐怕将费时数年才能达到这一年实现的让人流鼻血的估值水平。标准普尔500指数不屑于理会亚洲经济危机，回报率达到令人极度兴奋的28.3%。可口可乐公司引领市场，交易价大约为盈利的50倍。该公司盈利品质低下，因为它逐一退出了对装瓶子公司的投资，创造了在其盈利中占据重要地位的投资收益。我没有胆量做空可口可乐，但我本应该对其做空。我以为，对于规模如此庞大的公司，我不可能具有独特的洞见。我反而因在投资者会议上解释可口可乐的问题，以及考问可能雇用的职员对这一话题的看法，而感到自我满足。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOOLING SOME OF THE PEOPLE ALL OF THE TIME

第 4 章

价值投资搏击网络股大潮

网络泡沫从1998年的低位开始启动，冲向辉煌荣耀的最高点。我相信，美国在线与其空头之间的较量催生了这场泡沫大潮。

很多空头认为美国在线盈利品质低下，而其股票以高倍市盈率交易。美国在线在营销或“赢得客户成本”上花费重金，以招徕按月付费的用户。空头们相信，美国在线虚增利润，手段是将这些成本进行资本化，并在用户关系期望寿命期间注销这些成本。美国在线的会计不符合一般会计准则，因为该准则要求这类成本计入当期费用。

我对做空美国在线做了评估，认定即使其会计政策错误，做空它也非常糟糕，因为其业务的真实经济效益好得让人难以置信。鉴于该公司的经济利润，其股票并不昂贵。我将现金预付的赢得客户成本与在客户关系期望寿命期间的用户付费进行比较，计算出一位用户的净现值。美国在线的用户此时正大量涌现，过不了多久便能证明其看上去过高的股价名正言顺。再考虑到可能出现新的收入流，包括广告收入，我看做空它真的是个很坏的想法。或许这正是“价值投资者”比尔·米勒所看到的诱人之处，使其满怀信心地出手建立多头重仓。我没有勇气买入美国在线，但不对其做空，并可以与做空者争辩，就感到满足了。

当美国在线咬紧牙关忍受痛苦，注销已资本化的巨额赢得客户成本，并同意把将来的这类成本计入当期费用之时，空头们再也没什么可批评的了。尽管在会计政策更为保守的情况下，美国在线盈利更低，但市场能理解美国在线在其赢得客户成本上的投资所产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生的高额回报，因此并不在意较低的业绩报告。随着市场赏识美国在线强有力的商业模式，在最初的小幅下挫之后，股价迅速飙升。美国在线的市盈率高于可口可乐，而且仍然值得买入！可口可乐由此失去市场领袖地位。此时，一只“新经济”领衔股票的市盈率再高也不为高。很多人误解了市场事件的真正连锁关系，将美国在线股价高涨视为传统的价值衡量标准不再适用这种可疑理论的佐证。

时至1999年年初，市场看到最优秀、最聪明的空头已被证明做空美国在线是错误的。如果说他们在美国在线上出了错，那么大概在其他每一只网络股上做空可能也不正确。不用管只有屈指可数的几家公司拥有可行的更甭提强劲的商业模式。空头论调不再有人思考。我相信，美国在线多头对空头一役大获全胜而产生傲慢自大的心理，是网络泡沫生成的一个主要原因。

总之，我们避免在空头投资组合中遭受损失，拒绝仅仅因为某只股票估值显得愚蠢便对之做空。我们认为两倍的愚蠢估值并不等于两倍的愚蠢。那依然是愚蠢。这好比两倍的无穷无尽仍然是无穷无尽。相反，我们集中做空估值高同时基本面受到误解且前景恶化的那些公司。一如既往，犯有欺诈行为的公司更受青睐。

我们于1999年发现数个犯有欺诈行为的有利做空对象，其中之一是赛陶公司，该公司备有用于寻找碳氢化合物的地震波的客户数据库。一些能源公司与赛陶公司建立伙伴关系，“猎取”（让地面发生震动而测量地下反应）数据。能源伙伴公司独家使用数据一段时间。此后，赛陶公司可以再许可其他能源公司使用。赛陶公司将猎取数据的投资进行资本化，并按预期许可和再许可使用收入的比例将投资费用化。赛陶公司假定投资于数据的1美元将产生2.5美元收入。结果，根据赛陶公司的会计处理，公司可在任何许可和再许可使用收入中确保获得60美分利润。

然而，赛陶公司每投资1美元根本产生不了2.5美元收入。地震波数据并非使用寿命无限。如果数据显示很有可能存在碳氢化合物，会有人钻探寻找。之后，谁还需要那些数据？多数收入来自许可使用，而非再许可使用。因此，60美分利润的假设虚增了赛陶公司的盈利。

更糟糕的是，初始许可使用仅仅抵消一小部分猎取数据的成本。根据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赛陶公司的会计处理，猎取数据及相关初始许可使用费会产生盈利，但也会烧掉现金。再许可会产生现金，但再许可销售收入更难确立。为努力保持会计利润，赛陶公司增加无经济效益且烧掉现金的投资，从事新的数据猎取。

基于上述分析，我们做空赛陶公司，此时市场正处于能源服务类股票表现强劲的时期。当此周期结束之时，赛陶公司股票大幅下挫，我们的空头仓位给1999年的收益做出了贡献。然而，我们并未平仓，因为赛陶公司的会计故事尚未充分演绎。赛陶公司杠杆率很高，我们认为它将破产倒闭。赛陶公司股票于2000年强劲反弹，我们一直坚守了3年，直到它于2002年春季在又一轮下跌中最终走向破产。公司首席执行官最后被判入狱5年。

这一年我们也发现一个很好的做多机会。拥有大量房地产的雷克森合伙公司，分拆出一个平淡无奇的实体，名为雷克森服务公司。1999年年初，我结识首席执行官斯科特·雷切尔，他年轻、有闯劲、精明机灵。两个小时会面结束之时，我对其公司战略只有模糊认识，但强烈感到雷切尔将会做些令人兴奋的事情。雷克森服务公司握有多种机会，其中包括一些在学生住房和运动方面的投机性房地产风险项目、一家经营共享办公空间的企业、一家提供饭店礼宾服务的公司，以及提供办公楼因特网接入服务的正亏本经营的OnSite公司。我没考虑OnSite公司的价值，测算出雷克森服务公司传统业务有足够内在价值可以合理支撑当前大约5美元的股价。我想得到在OnSite公司上的免费期权，并觉得雷切尔将会有了不起的举措，于是绿光资本将3%的资本投资于雷克森服务公司。

雷切尔及其团队抱成一团策划了数月，在此期间，公司股票开始上涨，因为寻找新的网络股的投资者注意到了OnSite公司，而当一位以“东京乔”为别名的网民特别吹捧雷克森服务公司之时，股票开始大幅上扬。雷克森服务公司从通用电气雇用了一个人。通用电气的管理有口皆碑，因此雇用在通用电气工作的任何人都会立即增添可信度。雷克森服务公司宣布将以OnSite公司和经营共享办公空间的公司为杠杆，把自身转化为网络公司孵化器，迎合中小型企业。所谓孵化器，本质上是公开交易的风险资本公司（最重要的网络孵化器CMGI公司此时市值高达100亿美元）。雷克森服务公司将其名称变更为前线资本集团（Frontline Capital Group）。市场对雇用通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用电气的人、公司新战略和公司新名称喜爱有加。股票大幅飙升，至年底达到每股60美元，公司估值达到20亿美元。在股价接近最高点处，我们卖出持有的1/3前线资本头寸。考虑到估值水平，前线资本在我们基金中占据的比重已变得过大。市场已开始给我们免费获得的期权进行恰当估值（从事后看来，是过度估值）。

前线资本暴发式上涨、阿格伯德公司反弹、赛陶公司第一波急跌，以及对分拆的埃尔德医疗公司投资的前期成功，促使我们1999年实现了39.7%的收益率。此时，绿光资本到达临界规模。因熬过1998年的股市暴跌，充分利用1999年的股市暴涨，我们的收益率较多数价值导向型基金出色得多，很多这类基金“浴血奋战”度过了1999年。似乎一夜之间，每个人都想给我们投资。我们管理的资产达到2.5亿美元。

但是在2000年年初，我们的处境变得艰难。首先，前线资本开始下跌。OnSite公司惹上麻烦，因为首席执行官与推迟已计划的首次公开募股的前雇主公司签订的合同中有竞业禁止条款。尽管尚有数周网络泡沫才触及最终顶峰，但前线资本并未超越其1999年后期的高位。

我们做空钦德斯公司也亏了钱，这是一家公开交易的初创企业，建立一个B2B网络，以便其他公司相互间买卖化学产品。钦德斯公司为让客户使用其网络，付钱为客户安装电脑和软件。钦德斯公司通过给两三家大型化学公司股票，按折扣佣金价格，诱使它们测试其服务。虽然钦德斯公司希望在每笔交易上赚取少量佣金，但它将交易货物的全部价值记为收入。钦德斯公司几乎毫无可能获得足够佣金以抵消预付投资和营运费用，而其营运费用简直无法控制。我们于1999年9月以26美元的股价，投资0.5%的资本做空钦德斯公司，此时其股价已从7月15美元的首次公开发行价大幅上涨。

11月，钦德斯公司宣布与IBM全球服务公司结成战略联盟，IBM将向钦德斯公司的客户出售技术。我想不出这有什么令人兴奋的，但是钦德斯公司股票在一周之内上涨了1倍。我很留念这则笑话，按每股71美元将仓位增加了1倍。12月中旬，摩根士丹利的明星网络股分析师玛丽·米克重申“表现出色”的推荐评级，她写道：“我们认为钦德斯公司的付出已获得回报。”除此之外，她的分析没有任何实质性内容。结果，股票当周又暴涨50%。2月下旬，钦德斯公司将其名称变更为温查奥。名称变更表明，钦德斯公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将向其他行业扩展网络，因此需要新的公司名称表达其更加大胆的雄心。

我感觉情况不妙，决定放弃。我们以每股164美元的价位于2月22日平掉做空仓位。这使钦德斯/温查奥公司成了我们基金创立以来损失最大的做空交易，让我们付出了损失4%资本的代价。当该公司股价于2月25日涨至243美元时，我觉得自己精明吗？没有。这并非26美元的10倍愚蠢，两者都愚蠢透顶。当然，网络泡沫砰然爆裂之后，股票这一年后来触及2美元，正走向更低的通道。

■ ■ ■

网络泡沫处于最疯狂之时，科技股似乎注定要消耗全世界所有的资本。所有新资金涌入这一板块还不够，为了喂饱这一怪物，投资者卖出从旧经济股票到国债的一切证券，充分投身于泡沫之中。价值投资全然遭人唾弃，蒙受耻辱。朱利安·罗伯逊管理的老虎基金，赢得数十年出众投资记录，成为全球规模最大的对冲基金，却在这场泡沫狂潮中因持有各种旧经济股票而表现糟糕。罗伯逊只好停业清算。

2000年2月是我们有史以来第二个业绩最差的月份。我们亏损6%，大部分在多头仓位上，因为资本全都逃离传统行业股票。我们在3月初又损失数个百分点，一直到纳斯达克指数于3月10日攀上巅峰为止。我们在5个月里每天会损失一点钱。除了减少在钦德斯公司上的空头仓位损失之外，我们的确束手无策。

然后……市场反转了。生活就是如此。在一定程度上受到我们做空钦德斯/温查奥公司经历的影响，我相信网络泡沫最终达到最高点之日，正是支撑到最后的空头再也无力保持仓位而被迫平仓之时。当短期内为长期而持有变得代价太高时，市场极端情形就会出现。约翰·梅纳德·凯恩斯曾说，市场保持非理性的时间可以长于你能保持偿付能力的时间。自最高点起，市场回归理性。泡沫狂潮中的领涨股纷纷遭遇毁灭性抛售，价值投资得以“触底”。这种规模极其巨大的市场过度行为将在接下来历时数年才完全反转过来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这对我们的投资策略而言，是非常好的市场环境，我们从这一年年初不好的开局中缓过劲来。不过，我们持有的前线资本股票跌幅很大，使我们付出了代价，而且我们做空邮购隐形眼镜销售商1-800 Contacts公司亦有亏损。我们相信该公司未按照要求核实其处方药便销售眼镜。食品和药品管理局进行了相关调查，但决定不采取处罚行动。这一次我们又无法忍受痛苦，平掉空头仓位，导致大量损失。随后，股票崩盘，因为此时其供应商强生公司（可能因为惧怕消费者不当使用其所产眼镜而产生的法律后果）中断对1-800 Contacts隐形眼镜的供应。

我们成功地做空了电子信用公司，这是一家向信用不佳客户发行信用卡的公司。该公司资产快速增长掩盖了财务报告中的亏损。我们以“滞后”的眼光看待这些亏损，这使我们得以不受尚未有时间违约的新贷款的影响来分析信贷绩效。我们看到电子信用公司根据资产增长调整的亏损率是每年18%，而不是管理层吹嘘的10%。该公司在亚特兰大召开为期一天的分析师会议，知道我们持有看空观点，尖刻地告诉我们说，我们只能通过电话听会议。一位经纪公司分析师帮其美言，特别指出：“买入股票吧。他们这是第一次召开分析师会议。倘若不是利好消息，他们不会召集会议。”我们眼看着股票翻了一番。这一次，我们很有耐心。数周之后，该公司公告的盈利令人失望，我们的亏损转为利得。随着信贷损失不断累积，电子信用公司下一季度的盈利甚至更糟。

埃尔德医疗公司（从哥伦比亚公司分拆出来）和MDC公司是两个多头重仓，每个仓位在这一年里都上涨了1倍。其他空头仓位多数都为我们的收益做出了贡献，我们从煎熬的2000年2月恢复过来，以13.6%的收益率结束这一年。我们再次未实现我们的年度目标，但展示了比市场风险更低的形象——标准普尔500指数损失9%，而纳斯达克指数暴跌，下降39%。无人在抱怨。我们这一年年终管理的资产达到4.4亿美元。

我们第二次对投资者关闭基金。除了投资组合已充分投资和我们需要资本追求新投资机会而进行几轮正式的资本募集之外，我们自此之后一直保持封闭状态。2001年，市场继续回归理性。像1997年一样，我们全年未遭遇重大挫折。多头重仓全都表现良好，我们最大的空头仓位康塞科公司——一家保险和年金公司，亦是如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

康塞科公司开始是为“资本结构套利”而建立的仓位，这项投资基于我们对一家公司资本结构的一部分相对于另一部分错误定价的评估而做出。我们很少参与套利交易，但有极好的这类投资机会时，我们也会参与。康塞科公司有个重大利空消息：它失去了评级机构评定的A级。这使得它不做出很大价格让步便难以参与竞争以获得和保持客户，这样的价格让步会消除盈利机会。康塞科公司的债券1美元面值按65美分交易，而股票市场对该公司持有不同看法，给其估值100亿美元。债券的到期收益率超过20%，而从股票的交易价格看，破产毫无可能。我们买入债券，做空普通股。

起初，我们在做空股票上的损失超过在债券上赚取的利润。康塞科公司引入一位新的首席执行官加里·文特，他管理通用电气金融服务公司有着极为出色的记录。文特预先签收4500万美元现金和价值320万美元的股票。他召开分析师会议，承诺立即彻底改造公司。他将实施听起来花哨的通用电气管理理念，比如六西格玛，在此理念之下，公司人员将接受培训，成为六西格玛黑带选手，并将康塞科公司由当前的虚弱状态变为一个强健之人，他用一个强壮的拳击选手卡通画描绘这种强人形象。文特让市场确信问题不久便会解决，于是康塞科公司以11%的利率为其部分债务获得再融资。

我参加过一次文特在通用电气大厦里康塞科公司办事处召开的会议。大约30位投资者和分析师在一间温馨的会议室里四散站立，直到被聚集在一起。当文特准备走近我们时，有人让我们围着一个很大的会议桌就坐。大家落座后，一位助理拖着一把引人注目的豪华座椅走进来。会议桌中间边上腾出空间，当御座放置妥当之时，文特落座加入会议。发表一番冗长的推销行话后，文特接受提问。对于任何涉及财务数据的问题，文特均不作答。一次又一次，他的回应总是：“会有人对你们说的。”我此前看得够多了。我们卖出债券，增加空头仓位。

康塞科公司发布一系列“彻底好转备忘录”。这些沾沾自喜的大部头看来旨在提供利好消息，不时地刺激股价。这似乎产生了有利影响，股价翻了一番。然而，每当康塞科公司报告季度盈利，会有更多的问题得不到答案。例如，有个季度，公司管理费用神奇地转为公司利润。你们如何将管理费变成利润？没有答案。接下来一个季度，保险业务中的保费和理赔准备金下降，资本化赢得客户成本和利润上升了。如何出现了这些情况？没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有答案。简单地说，这些财务数据不合情理，但文特团队无兴趣加以澄清。股票继续上涨，直到不再上涨为止。

在这接下来的季度，康塞科公司业绩报告超过预期。这些业绩同样品质低下，让人心生很多疑问。这些业绩丝毫不比先前数个季度更差。尽管如此，这次市场并不买账，股票崩盘。最终，文特辞职，公司破产。此后，公司重组，但现在的规模较以前小得多。公司名称继续作为印第安纳步行者主场康塞科球馆的名称非常显眼地存在着。有人评论说，给一个运动场馆命名是识别做空候选股票的好办法。

另一个有奇怪会计问题的公司是美国正畸中心，一家收购众多口腔正畸诊所而成的公司。该公司加速收入确认，并且多报多年治疗周期头几年从病人处赚取的利润。结果，趋近治疗周期结束时，一般病人便造成报告亏损。美国正畸中心只好使新病人的数字增加，以超过旧病人。另外，尽管美国正畸中心与口腔正畸医师是四六分成的伙伴关系，却将费用延后入账，办法是按“现金”发生制而非权责发生制确认口腔正畸医师的补偿费用。根据分析，我们发现美国正畸中心提前确认收入和延后确认费用，导致双重激进的会计处理对报告盈利的影响更大。

第二次，我们向证券交易委员会概述了我们的担忧。2001年3月，美国正畸中心宣布证券交易委员会要求其改变收入确认，按直线法记录来自病人的收入。该公司推迟报送年度报告，重新编制报表，收入较之先前所认为的减少10%，利润减少25%。尽管股票起初下跌了，但多头们相信美国正畸中心已将会计问题解决。重新编报的业绩使得将来更容易进行对比，因为美国正畸中心重新确认先前不当地提前记录的同样收入，并在报表中予以反映。时至5月，股票几乎反弹到前期高点。然而，部分变更会计处理，并未改善公司业务糟糕的总体经济效益。到下一年，现金流严重滞后于盈利，股票因而崩盘。这使口腔正畸医师大为不满，因为他们已将其业务作为赌注押在美国正畸中心股票的表现上。美国正畸中心最终经历一次财务报表重新编报，破产倒闭。

2001年年终结算之时，几乎一切都收到成效。我们的基金获得31.6%的收益率，管理的资产达到8.25亿美元。熊市延续，标准普尔500指数又下跌11%，纳斯达克指数下跌20%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然后，2002年年初，我们持有的两个坚守时间最长、鏖战最为艰苦的空头仓位终于苦尽甘来。正如前面所述，3年后，赛陶公司在其糟糕商业模式和激进会计的重压之下，最终崩盘。

阿兰公司的故事与赛陶不同。阿兰公司是一家爱尔兰特殊药品制造公司，有少量品牌药品和一种可应用于数量众多药品的给药技术。我们于1999年做空阿兰公司。此时，阿兰公司开始从事一系列看来虚假的许可交易。阿兰公司会投资1000万美元给XYZ公司。XYZ公司常常是规模很小的生物技术公司，会向媒体发布新闻稿，吹嘘阿兰公司的投资“证实”其技术有效。XYZ公司会利用阿兰公司的投资，许可阿兰公司给药技术用于XYZ公司尚有数年才能上市的药物。阿兰公司将许可费作为收入确认，利润率为100%。从根本上讲，钱转了一圈又回到原地，从阿兰公司投资到XYZ公司，然后作为许可返回阿兰公司。市场对此支付很高的市盈率。

我们还注意到，阿兰公司按应计制（line-by-line）编制的收入和费用报告通常与分析师的模式相去甚远。然而，其净利润总是比估计高出一两美分。一处报告差额总会神奇地在另一处得以补齐。另外，阿兰公司有一些持有各种资产、资产负债表外特殊目的实体。这些载体给阿兰公司的盈利带来莫名其妙的不断增加的益处。显而易见，每个季度几乎都有其他财务报表异常现象。像康塞科公司一样，阿兰公司对于澄清这些问题不感兴趣，而且在很长的时间里，多头们也对此漠不关心。2001年，证券交易委员会推迟核准阿兰公司的财务报告。我们认为真相将要大白，但是没有。证券交易委员会结束审查，阿兰公司不得不重新报告盈利——每股收益变动了1美分……讨厌的1美分！审查问题解决之后，阿兰公司稳操胜券，股票创下新高。

数年里，我们与经纪公司分析师辩论阿兰公司。在讨论财务数据和各种与盈利有关的问题之后，他们结束时会说：“那又怎样？你干吗要做空阿兰公司？它们从未错过盈利，它们永远不会错过盈利。如果它们不错过，你永远都不会赢。你做空怎么能得到回报？”阿兰公司是在实施欺诈，但分析师并无责任要注意到欺诈。或许他们注意到了，但认为阿兰公司因实施得严密而应得奖赏。

2002年1月，《华尔街日报》在头版做出长篇报道，质疑阿兰公司会计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的很多方面，这些方面我们已评说了数年。在后安然事件的环境中，市场反应大不相同，阿兰公司股票深幅下挫。尽管多数阿兰公司的高级经理都是会计师，公司还是开始严肃地审核会计。审核结束时，会计欺诈被发现，甚至比我们怀疑的更加恶劣。阿兰公司一直在廉价处理掉其药品组合给其他制药公司，将所得记为“产品收入”。这就解释了财务报告中我们从未明白的一些缺口。2001年6月，证券交易委员会完成“审查”之后立即创下65美元最高点的股票，于2002年春季下跌为十二三美元，此后逐渐滑向当年10月的1美元。

欺诈可能会持续很长时间，投资者、分析师和证券交易委员会会错过一些事情。但是，真理迟早会胜出。如果你知道你是正确的，你所需要的就是耐心、毅力和自制，让自己坚持到底。

2002年开局令人满意。我们到4月底获得12.9%的收益率。正是在此前后，我们完成了对联合资本的研究，这项投资将需要我们全部的耐心、毅力和自制，更多的还是需要耐心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOOLING SOME OF THE PEOPLE ALL OF THE TIME

第5章

解剖联合资本

2002年年初，一家专门对金融机构进行投资的小型对冲基金的几位经理，过来探讨联合资本。他们简单说明自己的分析和评判，特别指出联合资本投资组合估值中存在的异常现象。他们想听听我们的意见，因为他们得知我们曾于1998年成功做空斯里莫资本，该公司与联合资本具有完全相同的企业发展公司结构，经营策略也相似。他们带来的关于联合资本的故事非常有趣。

联合资本是全国第二大公开交易的企业发展公司（美国资本战略公司规模最大）。联合公司由乔治·威廉斯利用1958年颁布的《小企业投资法》，作为一个小企业投资公司于当年创立。威廉斯于20世纪50年代在联邦调查局工作很长一段时间，小企业管理局（SBA）设在华盛顿，从该局获得的所有新融资也都在华盛顿，于是他很明智地把联合资本总部设在该城。该公司于1960年按每股11美元的发行价募股上市。1963年，该公司开始每季度向股东分配红利。数年里，多个附属公司分拆出来，或获得相似授权而创立，对不断产生现金流的多为非上市的小企业进行债务和股权投资。其中数个公司后来变成上市公司，但有些仍是私营合伙制公司。1964～1992年，威廉斯一直担任联合资本及其附属公司的总裁、董事长和首席执行官，1992年，以荣誉董事长的身份退休。

联合资本股份公司I、联合资本股份公司II和联合资本信贷公司是封闭式管理公司，选择作为企业发展公司，根据1940年颁布的《投资公司法》接受监管。它们向小企业进行私募股权和中级贷款投资。联合资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本信贷公司通过小企业管理局7（a）计划发放贷款。联合资本商业股份公司是房地产投资信托，致力于投资由重组信托公司和联邦存款保险公司出售的小企业抵押贷款。联合资本顾问公司管理联合资本这4家公司的资产。1997年12月31日，这5家公开交易的附属公司经过免税换股交易，合并为联合资本股份公司。

1997年合并之时，比尔·沃尔顿是所有5家参与合并公司的董事长和首席执行官。他从戴维·格拉德斯通手中接任这些角色，后者于1997年2月作为联合资本这数个公司的董事长和首席执行官辞职。格拉德斯通长期身处联合资本高层，自1974年起任职于联合资本这5家附属公司。（格拉德斯通辞职后便参与共同创立美国资本战略公司，此后又创办不属于联合资本的公开交易的企业发展公司格拉德斯通资本公司。）担任这些职位之前，沃尔顿是联合资本顾问公司的董事和联合资本股份公司II的总裁。

各自独立的数个附属公司的合并，其基本出发点在于简化联合资本公司内部业务，并实现临界规模，以提升公司在华尔街的形象，使之对机构投资者富有吸引力。截至1997年12月31日，联合资本公司报告总资产达8亿美元，其中包括2000万美元投资于89家私营公司的融资组合。

我请我们的分析师詹姆斯·林，按照我们对斯里莫资本所做的工作，复制对联合资本的研究。他建立一个很大的数据库，囊括所有联合资本的贷款，显示数年里每季度每项投资的成本和价值。数据库表明，联合资本的贷款估值重复了斯里莫资本的模式。联合资本将问题投资的股权报酬进行减记，同时按成本持有相关贷款。这种情况预示着贷款将来很可能被减记。小额减记发生于将来的减记之前，而且不成比例。如同我们对斯里莫资本进行分析时所见，这表明联合资本迟于减记问题贷款。

贷款和股权报酬的入账模式揭示了问题贷款的存在。联合资本投资数个上市公司，我们分析其报送证券交易委员会的文件，并查看其交易价格，以便发现账面计值存在激进处理的证据。联合资本为保护其现有投资并推迟结账日，经常向显然已出现财务困难和（或）进行重组的公司注入更多资金，同时并不按比例进行减记。

根据一套量身定制的做法，联合资本将其投资分为五级，记录其投资组合的表现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 一级表示预期可获得资本利得的投资；
- 二级表示表现与计划一致的投资；
- 三级表示需要更密切监测的投资，但是，预期不会损失投资收益和本金；
- 四级表示用工作底稿法编制现金流的投资，这些投资的当期投资收益预期出现部分损失，但本金预期不会产生损失；
- 五级表示用工作底稿法编制现金流的投资，这些投资的本金预期会产生部分损失。

分析詹姆斯建立的数据库和联合资本报送证券交易委员会的文件，我们向该公司提出一个问题清单。我们安排于2002年4月25日与联合资本投资者关系部的苏珊娜·斯帕罗和艾里森·比纳通话。这是我们首次接触联合资本，通话在很多方面反映了联合资本处理投资者关系时的一般做法：公司官员会回答容易的问题，而回避困难的问题。在这次通话以及下周与联合资本首席财务官佩妮·罗尔的跟进通话中，我们提出所有的疑问和担忧，听该公司做何回应。第一次通话大约持续两小时，根据我们的惯例做了录音。

通话开始不久，我便提出关键问题，即联合资本如何确定其投资的价值。“你们怎么决定用什么标准给股权估值？像新一轮融资开始时，你们需要什么来证实股权的价值，或者说你们做评估吗？如何做评估？”我问道。

斯帕罗描述她称为联合资本估值的“镶嵌理论”。“定量因素是不起决定作用的。当然，有定量因素要考虑，但也有定性因素。”她说，“而且，我想，这是一些企业发展公司在估值上存在方法差异的地方。你知道，其他有些公司完全当做定量问题来处理。”

“有这样的分歧，正是企业发展公司作为一种工具的妙处所在，”她过一会儿后说道，“你知道，并没有银行监管者威胁你说必须注销哪笔资产。”

我问，当一笔贷款风险上升，因而要求更高的到期收益率时，联合资本是否开始减记贷款的价值，或者是否等待意识到这笔投资已确定亏损才予以减记。她回答说，“当我们相信这笔资产已永久受损时”便开始减记。

这种做法是错误的。作为一家企业发展公司，联合资本必须使用“公允价值”会计，这要求它们根据证券今日所值进行估值。公平交易的买家会考虑到存在更高的风险，因而对一笔状况恶化的贷款要求更高的回报，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一更高的回报要求会转化为更低的价值。等待一笔投资永久受损才减记其价值，是激进的会计处理，在我看来，也是不正确的。在这两次通话中，我的目的不是和他们辩论，而是听听他们对此有何解释。所以，我只是应声说："我明白。"

斯帕罗继续为按成本保持已恶化贷款账面价值的做法辩解。"三级贷款往往按成本保持在账上，因为尚未出现任何损失；我们相信一笔贷款变为三级时，尚未永久受损，"她说，"所以，只有在我们相信损失真正存在了才进行减记，一旦发生减记，我们便认为那是永久性的。我们不会记下，因为我们想损失还会回来。我的意思是，显然，只要有可能，我们会千方百计挽回损失，我们可不想告诉股东，'噢，今天减记了，但明天又回来了。'你知道吗，如果要减记，我们会认为损失已一去不返，也就是说那是永久性的。"

很清楚，她这是在公开承认会计不当。"是啊，我理解。"我说。我很纳闷，不知联合资本是否意识到其做法是错误的，抑或该公司就是经验不足。

然后，我问她当股权报酬已被减记时，相关贷款的减记情况如何。她说联合资本无须减记贷款，因为公司认为此时在该笔贷款上并未损失本金或利息。

一般认为国债没有风险，市场以国债为参考基准，给债务进行估值，然后加上一定的价差，表明这一特定债务工具的信用风险。所以，我问联合资本是否根据与国债的价差对其贷款进行估值。

"不，"她说，"长期看来，在一段合理的时期，自愿买家和自愿卖家愿意交换资产，那么这些资产往往就会显出公允价值。因此，那不应视为大甩卖式或清算式估值。"

这似乎是不根据前提而得出的推论。我并未提及大甩卖或清算价值。我知道她的回答不正确，并认为她在回避我的问题。"当然，我理解。"我说。

我们谈了投资组合中好几个盈利投资。她主动说起商业贷款速递公司(以下简称BLX公司)、西尔曼公司和卡乐工房公司。我们谈了联合资本费项收入迅速增长的情况。其原因在于联合资本采取了拥有更多"被控股"公司的战略，所谓控股就是联合资本拥有大部分股权。通过控股，联合资本可以收取各种服务费用。联合资本先前主要是发放中级贷款的公司，直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到2000年改变战略，在投资组合中增加被控股公司。据斯帕罗所言，几乎每个在联合资本工作的人都提供帮助，给予被控股公司以服务。联合资本甚至还给斯帕罗的时间明码标价。我们查看其房地产投资组合，然后要求讨论一些具体的私营公司融资贷款。斯帕罗建议我们随后与联合资本首席财务官佩妮·罗尔电话谈论这些话题。

所以，我们于5月1日又聚在一起与罗尔进行了一次冗长的通话。我希望，像与斯里莫公司一样，得出相同的静态池数据。静态池分析是根据贷款发放日按组分析贷款。这特别有助于分析不断增长的组合，因为新增加的贷款有时可以掩盖早期贷款正在出现的损失。我们此前未能给联合资本做这种分析，因为尽管证券交易委员会S-X规则要求披露贷款期限日期，但联合资本并未做出披露。（联合资本在2004年年报中开始披露单个贷款期限日期。）我们按照贷款发放日追踪贷款遇到了麻烦，因为联合资本1997年的公司重组使得数据过于陈旧，难以汇集。

既然缺乏此类数据，我便问罗尔有关信贷损失率的历史情况。她表示，信贷损失率每年不足本金的1%。（后来，联合资本在报送证券交易委员会的文件中显示了这一数据，但在我们质疑数据准确性之后，又不再显示。）这一数据在我看来似乎很荒谬。在低利率市场环境中，联合资本向中间市场公司发放中级贷款，索取的贷款利率高达百分之十几。在这种有风险的贷款上，谁也无法在较长时期里每年实现1%以下的信贷损失率。极为出色的年均损失率恐怕也要达到3%～4%。联合资本的贷款必然较高收益贷款风险大，较银行贷款风险大得多，而银行贷款近期遭受的损失率比联合资本所声称的中级贷款损失率还要高得多。在市场萧条时期，有风险的公司债务工具损失率会陡然上升。看上去，这在联合资本的账簿上不见踪影。他们的投资果真品质更好，抑或那仅仅是一套会计操纵手法，推迟确认损失，直到损失被视为永久性存在？

我问她联合资本的贷款是否或多或少比公开交易的高收益债券指数的风险更大。罗尔说："我们认为，从结构性角度看待债务工具本身，我们所做的风险较小。如果你看一个高收益债券组合，在典型情况下，高收益债券这一金融工具本身法律约束力很小。而且，财务限制条款也很少，违约支付率总是你在关注违约对很多财务数据的比率中最要紧的。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"所以，我们的董事长比尔·沃尔顿把这看做好像是，如果你观看篮球赛，如果你是高收益工具的所有者，那么你就有观看比赛的门票。如果你有一种像我们这样的次级债务工具，那么你自己在场上参与比赛。所以，作为高收益债券持有者，你没有多少权利。而作为像我们这样高度结构化的非公开发行次级债务工具的持有者，你在文件中拥有很多权利。你有很严格的财务限制条款，可以约定他们能用公司做什么，不能做什么，什么资产能卖或不能卖，一直待在公司里的人要确保公司获得成功。你有权利检查我们的任何收购行动，有权利查看公司结构、公司结构的变化，你在文件中有很多权利。"

这并非实情。虽然投资级债券的限制性条款经常不够充分，但标准的高收益债券却恰恰具有这些类型的限制条款。亲手参与过破产和财务重组的人知道，沃尔顿所谓参与比赛与观看比赛的比喻以及罗尔一无所知的鹦鹉学舌真是荒唐。

我不跟她争论，接着转向一个更有戏剧性的例子。我请她将联合资本投资组合的风险与非投资级商业银行贷款做一比较，后者恐怕拥有更好的资产保护，清偿顺序更为优先，财务限制条款甚至比联合资本放出的贷款更为严格。尽管这类贷款比联合资本的次级贷款显然更为安全，但行业数据显示其近期遭遇的损失每年要大大高于1%。

罗尔回答说，银行的结构设置并非旨在逐渐化解问题信贷。它们的监管者会向其施压，迫使其处理不良资产，所以它们无法像我们一样有耐心。结果，它们必须"'理发'，摆脱一笔我们因有耐力而不愿意处理掉的投资"。罗尔最后说道。

至此，联合资本的情况我已很清楚。该公司采用定性估值的做法，贷款减记只是在它们确定资金将永久损失时才会出现。对其投资，它们想持有多久便可以有多久，或许可以长达数年，它们希望最终把钱弄回来，避免损失。结果，它们报告的损失率不仅仅优于高收益债券，也优于安全得多的优先级银行贷款。这样做没有道理。

我在心里勾画了一幅联合资本管理层坐在一间房子里的画面，有人说："你认为我们最终会把钱弄回来吗？"

"我想是这样。这笔业务可能会突然好转。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“好的，那我们就不必减记了。”

我知道这与公允价值会计毫无关系。

我们继续交谈，涉及一些具体的问题投资，其中之一是库博自然资源公司，该公司经营表现“不同一般”（这是表现不佳的委婉语），但尚未破产。优先级贷款人让联合资本将债务工具转换为股权。联合资本这样做了，但并未削减价值。罗尔承认说，库博自然资源公司的表现低于计划，为安抚优先级贷款人，资产负债表需要重组。

“为什么这不会导致价值减记，哪怕是不太大的减记？”

“因为在这种情况下，有时你并没有真正受到其资产负债表的不利影响，”她说，“你只是用一种不同的证券来重新描述其特性，而且，如果你看一看该公司的长期预测，我们仍然可以赚到大钱……所以，当你看向该公司的价值时，你必须看看他们今天所处的位置。但是你也得看向未来，我们并未看见我们在这桩交易中有任何永久性受损。”

时间将会揭示这种账务处理的可疑性质。最终，2003年9月，联合资本开始减记对库博自然资源公司投资的股权部分。联合资本于2004年3月将股权部分的估值记为零，确认了已实现的损失（见表5-1）。

我们又问了数个我们怀疑已遇到麻烦的投资，其中包括农村有线服务提供商美洲银河电信公司，以及三家公开交易的破产公司，即星创环球电信公司、网络电信公司和罗文集团公司。我们此时因已做空罗文集团公司股票，正跟踪该公司的破产程序，看来联合资本将其债券投资以高于交易价的价值入账。我们问罗尔他们如何在会计上记录这些债券。

“因为一旦破产了，这只债券实在没有任何交易在进行，任何达成的交易都是私下商谈的结果，”她说，“再说，鉴于该公司的处境，如果你想卖出债券，与在其破产处境中挺下去相比，我们很可能就得受到与不卖出债券相比更多的损失。所以，我们当时所做的是，我们查看债券交易，你无法说那是市场交易。但是，我们在已担保债权人委员会很长时间，所以我们实际上在使用我们从已担保债权人委员会得到的数据，根据公司名下资产，给该公司估值。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表5-1 联合资本对库博自然资源公司的投资

（单位：1000美元）

日期	债务投资		股权投资		评价
	成本	价值	成本	价值	
2001年6月30日	3 724	3 724			
2001年9月30日	1 686	1 686	2 259	2 259	资本结构重组 未减记
2001年12月31日	1 750	1 750	2 259	2 259	已增投资或为非现金收入
2002年3月31日	1 782	1 782	2 259	2 259	已增投资或为非现金收入
2002年6月30日	2 114	2 114	2 259	2 259	已增投资为现金
2002年9月30日	2 148	2 148	2 259	2 259	已增投资或为非现金收入
2002年12月31日	2 183	2 183	2 259	2 259	已增投资或为非现金收入
2003年3月31日	2 218	2 218	2 259	2 259	已增投资或为非现金收入
2003年6月30日	2 254	2 254	2 259	2 259	已增投资或为非现金收入
2003年9月30日	2 292	2 292	2 259	1 822	第一次减记
2003年12月31日	2 300	2 300	2 259	984	逐渐减记
2004年3月31日	2 120	2 120	2 259	—	逐渐减记
2006年9月30日	—	—	—	—	已实现损失220万美元

罗尔关于债券没有交易的说法是一个谎言，这些债券是注册登记公开交易的债券。我们每天从经纪商处收到交易价格表，罗文集团债券以相对较低的买卖价差报价。罗文集团债券交易活跃，报价可靠。绿光资本自身曾数次在其破产期间，仔细考虑过购买罗文集团债券的可能性。罗尔评说卖出债券会导致更多损失，简直就是在承认联合资本以高于市场价记录这笔投资。联合资本自行确定债券的价值，其根据是认为不存在任何客观市场可以衡量债券价值。事实上，是有市场的。联合资本只是不喜欢市场上的价格。

接下来，谈话转向有关联合资本被控股公司BLX公司和西尔曼公司已披露的有限事实。最后，我说到2001年年底，联合资本审计人安达信公司将以前数年出现于联合资本审计报告中的一句话删除了。审计师不再发表意见称："我们已审核董事会为获得这些投资价值的估计值而采用的会计程序，并查验相关会计记录，我们认为会计程序合理，会计记录恰当。"安达信公司数年前将同样的确认语言从斯里莫资本的审计报告中删除。

我提出疑问：删除这句话是表示审计师进行了较低水平的审核和查验，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还是表示审计师不认同投资价值和会计程序。罗尔解释说，《审计指南》于2001年做出修改，致使安达信公司在审计意见中改变了标准语言。我打电话给绿光资本的审计公司，询问这是否属实。做年度审计的合伙人研究了这一问题，得出结论认为，审计报告中有关标准语言部分在2000年和2001年完全相同。我们也核查了联合资本其他有麻烦的一些投资（如亚尔塔公司和星创环球电信公司）的债券价格，确定联合资本给其所持债券的估值大大高于市场报价。

基于我们所做的独立研究以及我与联合资本管理层的漫长通话中所得信息，绿光资本投入7.5%的资金做空联合资本，平均交易价为每股26.25美元。

受邀于2002年5月15日在明天儿童基金举办的慈善会议上发表讲话，并获请陈述对我最有吸引力的投资想法，这一天我知道自己有了一个想法。紧张不安地，我走上台去，发表了演讲。（如果你没有过这种经历，你可以登录www.foolingsomepeople.com，看那是怎么回事。看过网站内容，更容易理解这里叙述的故事。）然而，在那一时刻，我一点儿不知道这个故事只是刚刚开始。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOOLING SOME OF THE PEOPLE ALL OF THE TIME

第二部分

令人目眩的旋转陀螺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章

联合资本恶言相向

我发表演讲之后，市场立即产生了反应。第二天上午，我去上班刚一露面，就发现一家在联合资本上持有多头重仓的共同基金的一位初级分析师正等在我们锁着的门口。他听说我就联合资本说了一些很重要的话，特地过来听取第一手叙述。我带他走进一间会议室，概述我所说的话。我开始谈到BLX公司时，他说甚至都没听说过。

我终于回到自己的办公桌边，发现电子邮箱里充满了听过演讲的人发来的赞扬邮件，我还接到一些人友好地打来的电话。当股票市场数分钟后开盘时，联合资本的抛单太多，做市商大约花费30分钟才能找到一个均衡价格让这只股票开盘。当股票于2002年5月16日开盘时，成交价为21美元，几乎下跌20%。我深感吃惊，股票竟跌得如此之快、如此之深。即便如此，我一秒钟也未曾想过平掉我们的空头仓位。

我听说美林证券告诉人们，有人发表了一次演讲，将联合资本描述为另一个安然。他们不知道我在演讲中究竟说了什么，但是确信无论说了什么也都是错的。显然，要查清我所说的内容，一种办法就是与我们联系或索要一份演讲稿复印件。尽管证券经纪公司大约有10多个分析师跟踪研究联合资本，但没有一个分析师那天为亲自查清情况与我们联系。实际上，直到本书付印出版之际，没有任何证券经纪公司的分析师这样做过。我们与他们不管有什么接触，全都出于我的邀请。

联合资本宣布这天上午晚些时候召开电话会议做出回应。我们拨入电话会议的号码，但无法接通，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为参加会议的人很多，联合资本没有准备足够的电话线路。我们打电话给另一家我们知道正在参加会议的基金，通过与其连线在电话会议开始一段时间后听了会议。尽管联合资本没有任何人为查清我的演讲内容而联系我们，但是，其董事长兼首席执行官比尔·沃尔顿在电话会议一开始便说："我们整个上午都在收集有关这个演讲的信息，我想有些人已联系上发表演讲的人，所以我们这里得到几条消息，我们认为应该对之加以讨论，但是，因为我们并未被充分告知我们知道昨晚所说的内容，并且我们觉得那全是错误的，所以我们应该把这件事情说清楚，然后我们计划开始问答。"

于是，沃尔顿开始发出泛泛而论的评价和愤怒尖刻的恶语，而首席运营官琼·斯维妮则就实质性问题编造故事。联合资本说，向BLX公司和西尔曼公司收取的利率与其向中级贷款投资收取的利率等同。管理层声称，利率并不像看起来那样很高，因为联合资本并未在对那些公司做出的股权投资上获得当期收益。联合资本鼓励其投资者将注意力集中于债务和股权合并投资的"混合"收益率，而联合资本说这种收益率并不过高。而且，据联合资本所言，被控股公司有能力支付。

尽管管理层如此声称，但向被控股公司收取的利率并不符合常规，因为没有其他任何公司向联合资本支付25%的利率。当时，联合资本向多数公司收取大约15%的利率。引导投资者专注于包括相关股权投资收益率的混合收益率，是转移视线的做法，因为从法律和会计的角度来看，联合资本将债务工具和股权工具区分开来加以对待。实际上，联合资本通过股权投资公允价值的已实现和未实现增长以及股利，在股权投资上获得了收益。

即使BLX公司和西尔曼公司有能力支付，高利率也虚报了联合资本的盈利。后来的披露最终显示，BLX公司无论如何没有支付能力，因为其当时并未产生任何现金，现在也没有。相反，联合资本不时地向BLX公司注入资金，使其能够向联合资本付回25%的利率和其他费用。有时，BLX公司不让联合资本注入资金，而是通过银行借贷。既然联合资本向银行担保支付其最初50%贷款损失（并向BLX公司索取高额担保费），银行借贷在实质上无异于联合资本直接向BLX公司增加投资。

接下来，关于安达信公司在其审计意见中略去确认语言的问题，斯维妮重复罗尔关于安达信公司为何移去审计语言的说辞："只是《审计指南》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发生了变更。”

关于报告盈利（包括非现金收入和分配给股东的红利）造成的融资缺口问题，斯维妮回答说：“我认为，人们做此分析时忽略了一点，就是在中级贷款这种情形下，你会拿到很高比例的现金利息。你拿的非现金利息比例更小，比如说，你拿14%的现金利息和2%的非现金利息，只要你的现金利息高于你的资本成本，非现金利息就是好东西，因为非现金利息补充到票据上，并且还有复利，而票据除了受非现金利息影响之外，还受现金利息的影响。所以，从某种意义上说，非现金利息实际上对股东利益具有积极的累积作用，而不是稀释作用，这的确不是消耗现金的事。”

明白了吗？我也没明白。非现金利息意味着，贷款人要另外接受证券，让贷款余额而非现金作为利息增加。这可能是好事，也可能是坏事，但联合资本对我提到的一点并未做出回答，那就是它必须将非现金收入转给股东，即使它未从其投资中收到现金以分配红利。

沃尔顿解释说，现金流，包括新投资之前偿还本金的款项，可以轻易满足红利分配。然而，联合资本并未产生可以满足其红利分配需要的现金盈利。使用偿还本金的款项为红利分配融资，而不做出新的投资，将会使投资组合缩水，由此降低未来的盈利。从根本上讲，这好比为了让家里暖和而焚烧家具。

沃尔顿进一步解释说，联合资本按折扣价购买优先级债务，同时不减记现有次级债务工具的做法，反映了资产的大甩卖，而大甩卖并未反映出联合资本所购资产的信用品质。他补充说：“实际上，这对我们来说是个巨大机会，对股东也非常有利。在我们低价购入对其拥有次级债务工具公司的优先级债务的情形下，我们会重组资本结构，并适当减记次级债务，以反映公司的总体价值。所以，这并不是我们按折扣价购入优先级债务，同时按先前的结构和价值保持次级债务不动的问题。这肯定不会发生。”

尽管沃尔顿承认这样做不可原谅，但我们所做的研究全都强烈显示，在沃尔顿说出这番话之前，这的确在联合资本投资组合的以下三家公司中发生了，这三家公司是阿珂姆公司（以下简称ACME）、美国理疗服务公司（以下简称APS）和化妆品资源加工公司。联合资本最终在所有这三家公司上都做了大额减记。资本结构重组延迟了减记，让联合资本有时间通过反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

复发行新股从问题中摆脱出来。

关于公允价值会计问题，斯维妮解释说："我认为，人们试图理解公允价值会计时，会忽略一点，即公允价值会计会考虑一家企业发展公司为长期而持有非公开交易的非流动性证券这一事实。公允价值会计并非意在实施清算或大甩卖会计。"

根本不存在"大甩卖会计"之类的事情。大甩卖意即为快速筹集现金而减价出售资产。斯维妮援引"大甩卖"这个口语化说法，是因为证券交易委员会的一位行政法法官在一份意见书中曾使用这一说法，并表示投资公司不应按"大甩卖"价格给投资估值。我从未说起任何有关大甩卖会计的事情。

对于企业发展公司，证券交易委员会要求其使用公允价值会计，使用知情的公平交易的买家和卖家愿意交易的价格。在接下来数周里，联合资本一再毫无新意地声称，是我们坚持认为应使用"大甩卖会计"。为设法让我们的分析失信于人，斯维妮改编我所说的话，使之不堪驳斥。她知道多数听众未听过我的演讲，也肯定相信他们将不会知道两者的差异。

进一步来说，斯维妮的回答不合情理。预计持有期与公允价值会计并不相关。提及长期持有期限，她可能是在暗示"持有至到期"会计，只要贷款持有人所预期的是到期支付的款项，"持有至到期"会计便允许贷款按摊销成本持有，而公允价值会计不允许使用这种处理方法。再者，非流动性也是价值应打折扣的一个原因。

沃尔顿谈到一些未减记至公允价值的问题投资。他先说到网络电信公司，这是一家破产通信公司，"基本上一直在被减记至一些即将出售资产的已实现价值。"而真实情况是，在沃尔顿如此声称之时，网络电信公司处于《破产法》第7章规定的清算阶段已超过1年，其资产已被出售。两个季度之后，联合资本在其进一步披露时藏起网络电信公司，在资产负债表上悄悄将之从"投资"项移至"其他资产"项。2002年9月30日，证券交易委员会10-Q表格显示，"其他资产"项包括了890万美元与处于清算阶段投资组合公司有关的应收账款。尽管它们并未披露这些都是哪些投资，但我们能轧平所披露的内容，发现它们，包括网络电信公司和其他两个投资。5年后，联合资本仍然未确认在网络电信公司上的已实现损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃尔顿将亚尔塔公司描述为美国电报电话公司与思科公司之间的合伙制企业。"我们拥有优先级债务，"他说，"我们今年一季度做了激进会计处理，减记至大约400万美元，这大概是我们认为该公司公允价值所处的位置。我们确实理解思科公司已注销其投资。但是，思科公司拥有的是股权，在电信业遇到麻烦的环境下，这当然是首先要做的事情。我们与一批相当成熟的债券持有人一道持有优先级债务，我们认为存在一些有趣的收回可能性。"

联合资本并非持有优先级债务，而是持有次级债务。思科公司持有股权和优先级债务。两个季度前，思科公司已将股权和债务两者予以注销。至于有趣的收回可能性，数周后在6月30日的资产负债表上，联合资本确认亚尔塔公司债券为无价值。

"就星创环球电信公司的情形而言，"沃尔顿继续说，"如果看一看贷款和投资的报表，你会发现我们有一笔2400万美元债务人持有资产，这是第一笔投出去的钱，而这家公司大致有1.3亿～1.4亿美元收入，经济效益在盈亏平衡之上。所以，这里有价值。我们还在该公司持有一笔1000万美元有担保的债券，基于我们对该公司将如何走出破产所持的观点，我们也觉得这笔债券会有钱赚。"

星创环球电信公司的破产记录显示，每月收入已降至500万美元。最终，我们得知沃尔顿所引用的收入数据包括来自已停止经营业务线的收入。星创环球电信公司，一家通信企业，此时正在亏损，并消耗现金。同样，数周后，在6月30日的资产负债表上，联合资本将"有钱赚"那部分记为零。

管理斯德庞特联盟公司的丹·洛布，从不惧怕提出棘手的问题，在电话会议上提出其第一个问题，"根据你们的公允市场估值，你们似乎在东西的交易价与会计价值之间做了区分。"

"让我澄清一点，它们并无交易。"沃尔顿插话道。

"是吗，让我给你举个例子，"洛布说，"亚尔塔公司债务有交易。大约1美元面值按2美分交易。我的理解是，你们以40美元的价格将亚尔塔公司债券记在账上。而且，这些债券并不是困境中大甩卖出售。这是真正的市场价格水平。"

斯维妮争辩道："是啊，但我认为你也得看一看再说'那是市场吗？'

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的意思是，在亚尔塔公司这种情形下，如果说债券有交易，那也是通过约谈进行交易。”

“对，我可以安排一次约谈，以2美元购入那些债券，”洛布回应道，“不过，你们还是按40美元保持在账上。”

“是的，但问题在于，你将从谁手中买入债券，因为……”

“这无关紧要，”洛布说，“我是说，有一个价格水平存在。这么说吧，你们离市场太远。这么说吧，那么你们打算按照这些价格水平再买些债券吗？你们打算按20美元、25美元和30美元买入债券吗？”

“不会，因为那不是我们分内的事。”她说道。

“这样来看待这一问题，”过了一会儿，沃尔顿说道，“我们在这上面总投资大概是1500万美元，现在减记到400万美元，我们觉得这是非常激进的减记。我们正在一边往前走一边评估形势，我们正在一起工作——和管理层商谈，等等。基于我们继续要做的工作，如果我们觉得债券将比那个更低，我们将在剩余的时间里减记。”

“我知道你们的投资组合很大，其中有很多东西。那笔债券是通过缝隙滑掉了。”洛布争执道。

斯维妮维护公司的估值做法，争辩说，当联合资本退出投资时，公司会实现最近期的账面现存价值。据斯维妮所言，这证明那些投资不可能被错误记录，这也显示“说到公允价值会计，我们做得非常好”。

斯维妮的推理有两个基本缺陷：

- 首先，存在选择偏差。联合资本会选择退出哪一笔投资。假设联合资本持有两笔投资，两者账面价值皆为1000万美元。如果联合资本试图卖出两笔投资，一笔投资收到1000万美元的报价，另一笔是500万美元的报价，联合资本可以决定卖出第一笔，仍然以虚价保留另一笔。联合资本可以希望那笔过度估值的投资最终将增值至联合资本的账面现存价值。随着联合资本卖出更多股票，并扩大其股权基础，这笔过度估值的投资便在联合资本的股权中占据更小比例，这使得这笔过度估值的投资随着时间推移重要性变得更小。这一做法的技术术语或许可称为金字塔法会计。
- 其次，因为一般说来这些投资并非注册登记证券，联合资本通常可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

花费一个季度以上的时间，为出售投资进行谈判、设计交易结构和结束交易。这让联合资本有时间对其重新估值，让其价值接近退出投资前的实际出售价格。将退出价格与联合资本有机会重估投资以反映即将出售时价格的前一季度账面现存价值进行比较，是没有意义的做法。当你充分了解情况时，弄清楚确切估值实在很容易。当然，这并不证明联合资本一般估值做法正确合法。

洛布并未罢休，他问联合资本的业务是否与封闭式基金相似。沃尔顿回答说，联合资本实际上是一家经营公司，向其投资组合内公司提供非常重要的管理协助。交易都是私下商定的，而且在每一项交易中，联合资本都拥有在董事会的观察权，或者直接进入董事会。联合资本在融资、购并、员工福利、营销以及各种领域提供非常重要的协助，帮助发展业务。“所以，我们的业务并非一种消极的买入持有和交易的业务，”沃尔顿说，“它是积极管理的投资组合……为发展被投资公司的业务，会深度接触每个管理团队。这是一个亲身实践的过程。我们有35位投资主管处理130家公司的投资事务。”

下次如果我碰到一位私募股权经理，他说自己只是把钱投进去，然后袖手不管，那他将是第一位。实际上，他们都说自己会提供服务，而不仅仅是向其投资投入资金。不过，他们意识到自己管理的基金是投资载体，如果说有人那也是极少有人认为自己是“经营公司”。

为进出每项投资而谈判和设计交易结构，以及寻找新的投资机会，都耗时费力，这表明35位投资主管没有多少剩余时间在130家公司为其营销和人力资源管理做出重大贡献。2001年，咨询管理费总计4600万美元，或者说35位投资主管每人因提供部分时间协助，获得了130万美元的咨询管理费。按照这一隐含比率，无怪乎多数咨询管理费来自被控股公司，这些公司并不自行决定是否聘请联合资本提供辅助服务。

“这不是我真正要问的问题，”洛布说，“观察到的情况是——你们会给出什么样令人信服的理由让人投资你们公司呢？”

“红利。”沃尔顿说。

好，现在我们涉及问题的核心所在。联合资本在40多年里一直支付稳定或增长的红利。无论是否有利润用于支付红利，联合资本都发放了红利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联合资本的红利是其自身与其股东之间的神圣契约。支付红利能向股东证明一切良好，毕竟，你从无必要重新编报红利。

正如做多阿兰股票的人辩称做空阿兰股票会苦不堪言，因为阿兰公司绝不错过盈利预测，联合资本股票的多头也辩称联合资本的红利无论是否应当削减，都不大可能削减。他们提出同样的问题："如果联合资本绝不削减红利，你对其做空，将如何获得回报？"当然，阿兰公司的故事最终被揭露为一场骗局之后，该公司的确错过了盈利预测，空头们也最终获得了不菲回报。

虽然听起来怪异，但联合资本的"红利"并非真正的红利。传统上，红利代表一家公司向其股东支付的多余利润，因为公司无须在其业务中保留资本。尽管联合资本大约8%的"红利"大约3倍于标准普尔500指数的收益率，但它并非传统意义上的"红利"。支付大量红利的传统公司一般情况下并不发行新股，因为红利反映资本产生了不必要的盈余。然而，联合资本并无多余资本。所以，其"红利"支付并非产生于无须为维持或扩大业务而保留的资本盈余。实际上，联合资本持之以恒地出售新发行的股票，满足其对更多股东权益的持续需要。

从技术层面看，联合资本的"红利"是应税股利分配。作为一家投资公司，只要将应税盈利分配给股东，联合资本便不缴纳公司税。共同基金和美国其他任何类型的投资公司均实行同样的税收制度。当共同基金支付大量年度应税红利时，其投资者并不高兴。实际上，一家好的共同基金会通过继续持有盈利投资和卖出亏损投资，力求将应税红利降至最低。任何共同基金都不会争取使其应税红利保持平稳和不断增长。谁也不会根据应税红利隐含的收益来给一家共同基金估价。

作为处理投资者关系的聪明之举，联合资本将其应税红利分配按季度分成四个部分。无论我在本书何处提及联合资本的"红利"、"应税红利分配"或只是"分配"，我均是指联合资本称之为"红利"的应税红利分配。几乎与其他任何投资公司不同，联合资本根据将应税收入而非投资结果最大化做到多好的程度来评判其自身优劣。结果，联合资本会卖出盈利投资而继续持有（并且常常支持）亏损投资。在资金管理行业，这叫做"摘掉鲜花，浇灌野草"，而且很可能是招致灾难的祸根。税收最大化这一策略，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然会提高山姆大叔的收成。联合资本已教会其股东支付税收，并喜欢这样做！

后来，沃尔顿说："我们是一家红利公司，想每年使红利增长10%。"然后，沃尔顿转过头对我说，"我想向艾因霍恩先生特别指出，他慷慨大度，放弃了一半的利润。"他说，"我们有85 000名个人股东，他们依靠红利过活。我们真正是在为红利而经营公司。我认为，这也是一个有益的社会目的……我们发现一件非同寻常的事情，竟然有人站起来，发表有关一家公司的演讲，而此人从不费心与公司管理层沟通一下。我想，多数了解情况的投资者会认为值得花些时间与我们在一起，这样他们便可以把这些事情彻底谈清楚，除非你只是在竭力形成吓唬人的空头论点，一下子赚一笔钱，然后继续寻找别的机会。我觉得这并不是一个很高尚的社会目的。或许其他人这样认为。"

沃尔顿和联合资本的其他人知道我们已与管理层交谈过，与他们就这些问题进行了漫长的谈话。他们在电话会议上的回应与斯帕罗和罗尔告知我们的并无不同之处。他们知道不存在任何误解，也没有任何兴趣打电话让我们过去探讨这些问题，向我们证明我们是错误的。相反，他们急不可耐地需要人们质疑我们的动机，并认为我们没有做过功课。

沃尔顿回答了关于多大比例的红利分配由正常收入提供的问题。"最近4年来，我们唯一的战略就是从投资组合中建立利息和费项收入的模式，以便提供更多的正常收入来发放红利，"他继续说，"去年，我们的正常应税收入大约占总收入的90%，我们认为这为红利分配提供了很大的稳定性。我们认为资本利得很了不起，但可预测性较小，因此，我们努力不将资本利得纳入我们的红利增长模式。"

自这个季度开始至今，联合资本已无法维持其预计的10%红利增长率，正常收入从未再次接近覆盖红利的水平。相反，联合资本转向获取资本利得的战略。它所必须做的是让股东忘记沃尔顿的话，并使他们确信资本利得实际上可以预测。

然后，沃尔顿以奥威尔式㊀专制独裁的总结结束了讲话。"我们很高兴

㊀ "奥威尔式"是由英国作家乔治·奥威尔的名字衍生出来的词汇。《一九八四》和《动物庄园》是奥威尔的传世之作，堪称世界文坛史上最著名的政治讽喻小说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谈论我们的公司业务，我们致力于保持透明度和充分披露。”他说。

联合资本的整个策略是，就某些事情进行广泛披露，但对于持怀疑态度的投资者可能真正希望知道的事情，却少有披露。例如，联合资本会对其行业和地域投资多样化不厌其烦地提供细节，但对单个投资的业务成果、前景或估值几乎不置一词。

我突然想到，愿意在小事情上撒谎的人，在大事情上撒谎不会有任何障碍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章 华尔街分析师面目

听完电话会议，我感觉棒极了。联合资本管理层并未给出任何事实来严重挑战我们的分析，而是继续重复他们先前告诉我们的话。他们的说辞晦涩难懂，他们的策略铤而走险。《道琼斯新闻》的一位记者打来电话，我告诉她："他们不着边际地谈论我提出的所有问题，没有任何问题得到真正解决。"我决定增持做空仓位。

从这一天起，一些律师事务所开始提起集团诉讼，重复我在演讲中对联合资本所做的批评。尽管联合资本及其支持者声称，绿光资本是这些诉讼的幕后操纵者，但我们的确与其中任何一桩官司没有任何瓜葛，而且我们也感到吃惊，竟出现了这些官司。那些律师只不过是对当天发生的新闻做出反映，急忙提起诉讼，希望赚取律师费。看上去，联合资本似乎想要人们同情它们，把它们当做一场复杂的，不过事实上是想象的阴谋的受害者。

当天后来，联合资本的投资银行美林证券（近期承销联合资本股票而赚取数百万美元承销费）发布一份题为《歌声依然悠扬》的报告。尽管我们的观点不在华尔街对联合资本的思考范围之内，但该公司及其支持者假装认为，绿光资本没有提出任何新鲜东西，所以谁也无须特别在意。关于电话会议，美林证券发表意见称："该公司对受到的一切批评，做了极好而值得称赞的辩护。"

"作为一家企业发展公司，该公司必须根据长期价值对其投资进行会计记录，并按季在证券交易委员会规定的文件中向投资者披露投资。"美林证券报告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

声称，“有时，该公司向公开交易的公司投资（股权和债务投资），这些投资按市计价不同于其在市场交易的价格（或不同于一次交易已经宣布的价格）。既有低于市场的收益（比如当前的美国怀阿明理工学院公司），又有交易价低于联合资本债务和股权的账面价值（比如当前的亚尔塔公司）。”然后，美林证券分析师迈克尔·伯吉斯给下面一句话划线以示强调：“这里的细微差别在于，联合资本必须按长期价值记录投资，而不是按市计价。”这恐怕必然会产生一些细微差别，因为很显然，这是错误的。正如我在演讲中所言，这个世界的美林证券们将会誓死捍卫这只股票。

的确，第二天美联银行继续其对联合资本的跟踪分析，给予联合资本“强烈推荐买入”的评级，声称目标价位为29美元。美联银行分析师乔尔·霍克发布一份很可能在我发表演讲之前撰写完成的研究报告。报告谈到商业模式、联合资本的长期历史，以及股票如何便宜。报告讨论1997年沃尔顿成为首席执行官和联合资本前身数家公司合并之后，商业模式有了怎样的演变。联合资本做成更大规模的交易，募集了资本，并获得更多被控股公司，例如BLX公司、西尔曼公司以及美国怀阿明理工学院公司。霍克向美联银行销售人员做出推荐时，也说我“并未提出新鲜的东西”。

应我的要求，数小时后我们与霍克通了电话。霍克告诉我们，他已深入研究我们提出的问题长达一年到一年半的时间；虽然联合资本的透明度未达到应有水平，但投资于技术导向型公司的缺点在于，它们使用长期价值进行投资估值的做法不能真正得到有力支持。因为透明度不高，他只能通过投资组合层面的业绩进行判断，正如斯维妮所言，既然退出投资时的估值与联合资本最近期的账面价值相一致，没有任何理由从总体上质疑投资组合的估值。

尽管霍克承认对亚尔塔公司、罗文集团公司和网络电信公司的投资估值“几乎不可原谅”，但他认为在对西尔曼公司、美国怀阿明理工学院公司和BLX公司的投资估值上存在起抵消作用的有利一面。我坚决要求他承认估值“不可原谅”。他竭力澄清道：“我刚才的意思是，从我们缺乏联合资本拖延不发布的专有信息的角度看，那些投资估值不可原谅。”我指出，亚尔塔公司是一家必须向证券交易委员会报送财务数据的上市公司。它们能拥有什么样的专有信息，让其在去年年末有充分理由按成本记录对亚尔塔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的投资？

霍克问我是否看过联合资本用来给其投资组合估值的内部文件。我告诉他没看过，但是如果他能向我们出示一份文件说明年末对亚尔塔公司的估值理由充分，那么我们将公开宣布我们的分析不正确。他说将把文件传过来，还说投资公司的一般估值做法允许联合资本使用“持有至到期”估值法。我就此问题给他打电话，指出1940年颁布的《投资公司法》不允许这样做。突然，他似乎变得一无所知。“那上面怎么说？”他问道。

我说该法规定必须使用公允价值。他争辩说，“公允价值”与“市场价值”不同，于是我请他解释两者之间的差异。

他回答说：“大卫，价值是个很难说清楚的概念。”

然后，我强烈质问他为何声称我没有说出任何新鲜的东西。我指出他并未听过我的演讲，也未打电话要查清我所说的内容。他说审计报告是新发布的一期，但该报告“很容易遭人诟病”，因为《审计指南》之前已做出修改。我对此表示怀疑，他说他将进一步调查。接着，他问我所认为的新鲜内容是什么。我提出疑问说，投资组合怎么能遭遇经济衰退而未受到重大信贷损失。我将联合资本与高收益债券投资组合进行比较，指出联合资本的贷款在一般情况下风险更大，因为其投资组合内的公司较之高收益债券发行人规模更小，获得资本的途径更少。据联合资本所言，它甚至比优先级贷款人菲诺瓦公司的经营表现更好。

他说：“菲诺瓦公司是骗子。”事实上，菲诺瓦公司并未实施欺诈，它只是一家对其信贷和流动性风险管理不当的公司。

“我们如何知道联合资本不是欺诈？”我问道。

“大卫，无人知道。谁也不能确定无疑地说它是欺诈或不是欺诈。”霍克承认道。

“你如何知道菲诺瓦公司是欺诈？”我问他。

“噢，情况发生后，你就知道菲诺瓦公司是欺诈。”他回答道。

然后，他告诉我，我们与联合公司“不应与之交谈的人”交谈了。这又是继续使用我们没有做功课这种说法。我告诉他我们通过正常的投资者关系渠道说明过我们的问题。他说我们需要与斯维妮谈一谈，而不是罗尔。“琼·斯维妮是首席运营官，对所有这些公司都了如指掌，”霍克说，“你知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道她来联合资本之前在哪儿吗？”

“她此前在哪儿？”我问道，“我不了解她的经历。”

“她来自证券交易委员会法规执行部。”霍克说，“我的意思是，你看，任何事情都是可能的，包括证券交易委员会的调查；我听说你所说的并不是一件好事，但我会冒险相信琼·斯维妮了解各种规章制度，考虑到她的背景，她会正确对待这一问题。”

不仅霍克在这样说，这也是联合资本的说法。一而再再而三地，我从股东和空头们那儿听闻联合资本私下放出传言，说斯维妮在证券交易委员会法规执行部的经历让人难以相信她会违反规章制度，或者更愤世嫉俗地说，如果她违反了，证券交易委员会也会放过她。

■ ■ ■

即使我妻子为《巴伦周刊》写作，我与其他出版物的新闻从业人员也没多少接触。显然，由于我妻子的缘故，我不能将此故事带给《巴伦周刊》；编辑和我有个行事原则，就是我不会与其任何职员讨论投资。我此前不久结识杰西·艾森格，他在《华尔街日报》上就阿兰公司欺诈一案写过一篇极为精彩的报道。艾森格告诉我，一有故事，就给他打电话。我打电话安排一次会面，詹姆斯·林和我花了两三个小时给他描述联合资本。艾森格表示很有兴趣，并要求直到他即将开始的假期为止给予独家报道权，他的假期几个星期后开始。我们同意了。

■ ■ ■

下一周，美林证券分析师伯吉斯又写出一份支持性报告，题为《联合资本审计意见：再无异议》。

> 几天来，随着市场查找并整理出一系列对联合资本包括投资估值程序不当在内的指责，该公司的股价已经历一番过山车般的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

震荡。在此期间，我们撰写报告指出，我们相信这些指责没有事实根据，并已用事实尽可能予以驳斥。如下所述，我们相信我们现在能够基于事实拒绝同意有关审计不够完全的指责。

报告继续称：

> 美国注册会计师协会制定的《审计指南》于2001年5月做出修改。该指南的一处关键修改是：审计师若发现一家公司的投资估值程序可以接受，不再允许就其合理性做出具体评价。而且如果公允价值合理，提供使用的唯一审计意见正是联合资本报告中使用的审计意见。

我们知道这是错误的。詹姆斯·林得到支持美林证券研究的《审计指南》中的数页文字。美林证券给詹姆斯数页有BLX公司传真抬头的文字。这数页文件语言陈旧，来自1993年发布的《审计指南》。据此，美林证券无法确定《审计指南》于2001年出现了变化。我再次更细致地查阅美林证券报告，看到美林证券已将1993年《审计指南》用细小得令人眼睛胀痛的铅字做了脚注。脚注显示，美林证券必然已注意到BLX公司发送给它们的文件，但无论如何还是写下了这个报告——这证明美林证券愿意参与编造故事欺骗公众的活动。

绿光资本的审计师确定，《审计指南》实际发生变化出现在1997年，而不是2001年。我向美林证券伯吉斯的上司抱怨说伯吉斯带有明显偏见。伯吉斯的上司叫他给我打电话。伯吉斯并不承认联合资本管理层误导了他，也不重新评价联合资本的可信度，相反仍然固执己见。他问道，如果他们争辩说安达信公司错过1997年《审计指南》中的变化，只是考虑到2001年的新政策，那会怎样？我的印象是，伯吉斯想编造一个我们无法反驳的故事。在我看来，似乎事情是否真实对他无关紧要，他没有兴趣确定和分析事实。我告诉他我知道这是错误的。安达信公司也曾是斯里莫资本的审计人，于1997年在斯里莫资本的审计报告语言中做出同样的变更。

然后，我转向他在第一份报告中强调的一点，即联合资本理应按照“长期价值”记录其投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“你别捉弄我，我知道技术上的语言叫公允价值。”他说。

我们接着辩论是否允许将亚尔塔公司债券以高于其公开交易的市场价格的价值入账。我告诉他：“若根据联合资本在其10-K表格上所解释的会计政策，在存在市场报价时，你不能以溢价入账。”

他回答说：“‘K’表我从来不读，但我会让律师看一看。”

“如果你乐意，我可以逐字读给你听，”我主动提出来，“你想知道内容吗？”

“实际上，我已读过很多次，”他说，“我只是解读不同。”

“这样，让我读一下，看看你可能有什么样的不同解读，”我说，“该表格上说，‘公开交易证券的投资价值，通过使用市场的报价，并考虑非流动性或再出售限制予以折扣而确定。’”

“后面还有一句吗？”他问道。

“没有。”

“好的，我会告诉你怎么回事。我回头把整个表格内容阅读一下。”

“我认为，如果你是错误的，我认为你应公开做出更正。”我说。

“我想，如果我是错误的，我应公开做出更正。”

一周后，我继续跟进，与伯吉斯的上司联系，发现美林证券发布一个后续声明：“我们是错误的。《审计指南》于1997年5月发生变动。”但他们并未承认或改正其错误观点，即联合资本应根据“长期价值”记录投资组合，或者联合资本能以高于市场报价的价值将公开交易的证券进行会计记录。

■ ■ ■

我发表演讲之后数周内，接到多头和空头投资者的电话，收到电子邮件，他们想了解双方的情况。很多投资者也联系联合资本。即使电子邮件带有发件人心绪不宁的笔调，我也尽量就事论事，予以回复。通过这些对话，我们保持了解联合资本如何编造故事为自己辩解，我相信他们也一直了解我们的观点。我们通过这些中间人进行辩论，没有直接接触。

在绿光资本，我们继续研究。我们从大通证券收集到亚尔塔公司和星

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

创环球电信公司过去的债券价格，将其与联合资本过去的账面价值进行比较。如表7-1所示，联合资本并未及时减记债券投资的价值。

表7-1 亚尔塔公司和星创环球电信公司债券

日 期	亚尔塔债券价格（%）		星创环球电信债券价格（%）	
	市场报价	联合资本账面价值	市场报价	联合资本账面价值
2000年6月			80	100
2000年9月	77	100	80	100
2000年12月	97	100	60	100
2001年3月	60	100	45	100
2001年6月	60	100	3	100
2001年9月	60	100	4	100
2001年12月	10	100	2	—
2002年3月	1	37	2	—

联合资本将其对星创环球电信公司贷款的交易结构设计为与星创环球电信公司债券权益相同。这便意味着贷款与债券具有相同的法律地位。结果，债券价格便可以很好地显示贷款的价值。要说有什么区别的话，根据证券交易委员会制定的规则，联合资本本应以折扣价记录其投资，反映其私下投资的相对非流动性。

■ ■ ■

一位基金经理送给我们一份BLX公司近期资产证券化说明书。该说明书显示，截至2001年12月31日，BLX公司贷款到期未付的比例为14.5%。我们打电话给信用评级机构，了解更多有关BLX公司资产证券化的信息。评级机构告知我们它们用来给资产证券化评级的数据来自本克实验室公司，该公司追踪小企业管理局贷款。我们请本克实验室公司分析BLX公司的投资组合，它们准备研究报告大约将需要一个月的时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章 骗人的会计处理

我发表演讲之后刚过两周，联合资本于2002年5月29日第二次召开电话会议。沃尔顿一说话便怒气冲冲。“我们比任何外界个人都更加了解（我们的业务），我们将继续与你们沟通，传达我们的看法。”他说，“但是，让我声明一点：我们并不是在进行知识界的学术辩论。空头们有自己的计划安排，他们的大量资金和自己的声誉都系于竭力让投资者解构我们的公司，将联合资本视为半空的瓶子。”

联合资本首先对付棘手的《审计指南》问题。该公司勉强承认其关于《审计指南》变更的说法是错误的，并承认《审计指南》事实上于1997年做出修改。接着，斯维妮以名誉担保，断言安达信公司并未在审计中发现任何问题。安达信公司因牵涉与安然事件有关的责任而倒闭，联合资本刚雇请一家新审计公司。尽管我们将永远无法查清安达信公司为何改变审计报告语言的真相，但我们知道联合资本的第一次解释是在撒谎。不管怎样，无论谁发表意见说亚尔塔公司债券于2001年年末的价值等同其平价，都没真正做出多少审计。

沃尔顿继续在电话回忆中说起估值问题。“另外一个问题是，空头们似乎认为我们应该一发现一点儿麻烦便将贷款减记为零，不管是否存在资金损失。”他说。显然，我们并不认为贷款出现一点儿麻烦便应减记为零，沃尔顿没这么笨。最后，他再次重复罗尔曾对我们说的话：“我们会将贷款减记至我们认为将会收回的数目。”

格列维资本管理公司的拉里·罗宾斯执意要该公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司就遇到麻烦的信贷的账面价值做出说明。罗尔解释说：“当然，三级资产，我们真的不认为在我们称为处于‘监测’中的贷款存在任何损失本金或利息的风险。换句话说，我们和接受贷款的公司合作，贷款可能出于各种原因成为三级。因为接受贷款的公司正与优先级贷款人致力于解决某一问题，贷款可能成为三级；因为我们与接受贷款的公司合作，它们正待出售公司，结果，在售出公司之前，它们会出于任何原因不支付给我们，这时贷款可能成为三级。贷款可能由于各种原因变成三级。”

“我们对四级贷款的关注要多得多，因为我们认为在四级贷款上已损失到期应付给我们的合同利息。换句话说，就它们理应支付我们利息而言，在我们达成的交易上，我们认为我们将得不到那笔合同利息。在五级贷款上，我们认为我们不但已损失合同利息，我们实际上也已损失本金。而且，这是本金，所以是成本基础。换句话说，那是我们放到它们那儿的钱，我们认为我们将不能收回。所以，如果，一笔资产处于那种境况，（它）就是五级。”

罗宾斯坚持说：“但是，你们四级的账面价值，比如，你们可能不会收到有担保的利息，但你们仍然会收到合同本金。你们如何给这些四级贷款计值？”

“这取决于具体资产，但多数资产恐怕会按最初成本记录，并且……”罗尔说。

“所以，只有五级贷款才会被减记至成本以下？”罗宾斯问道。

“对。”她说。

在此，我们又回到大学新生上的第一堂投资课，入门学生会学到，当一笔投资达到投资者不能重复进行投资的阶段时，该笔投资便不再与其最初成本等值。结果，接受贷款的公司经营表现低于计划、违反贷款合同限制条款，或者甚至不支付利息，包括达到联合资本意识到将永远无法收取利息的程度，贷款的价值便低于成本。尽管如此，但如果联合资本相信将最终收回本金（四级贷款），那么它便按成本记录投资的价值。这不妨可称为“你得骗人才行”会计方法。沃尔顿要人们相信，我们认为贷款一旦出现一点儿麻烦的迹象便需要减记至零。我们所相信的是，这些贷款价值可能高于零，但它们不会像联合资本财务报表所显示的每1美元价值100美分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然后，斯维妮提及一份白皮书（本质上就是一篇研究论文），她和罗尔作为共同作者在其中描述了联合资本的估值策略。“我们使用一致的会计程序确定公允价值，该程序在我们披露的文件中有清晰概述，”斯维妮说，“另外，如果访问我们的网站，你们会看到我们已就公允价值会计以及我们对其应用的诠释撰写了白皮书。我们为2月份一次有关企业发展公司的会议撰写了白皮书。我们鼓励你们阅读白皮书，以便对公允价值获得更好的理解。”

投资者不必阅读联合资本的白皮书，便可获知公允价值。公允价值不由联合资本界定，公允价值由证券交易委员会界定。1969～1970年，证券交易委员会发布《会计资料编报公告》，陈述投资公司需要如何给投资估值。《会计资料编报公告》第118条规定：“作为一般原则，董事会所确定的某证券当前‘公允价值’，理应为证券拥有者合理预期当前出售即可收到的金额。”然后，此条详细说明如何给有市场交易和无市场交易的证券进行估值。《会计资料编报公告》第113条表示，如果因证券发行人经营问题，一般市场环境发生变化或出现其他情形，购买证券的成本不再代表公允价值，那么继续以成本给证券计价便是不当行为。此外，投资公司确定公允价值时，必须考虑出售限制。

这次电话会议之后不久，我按斯维妮说的做了。我下载题为《企业发展公司所持非流动性证券的估值》的白皮书。白皮书一开始便挑战证券交易委员会发布的《会计资料编报公告》，声称：“《会计资料编报公告》第118条中的‘当前出售’这一概念，若应用于企业发展公司，尤其会带来问题，因为倘若企业发展公司的投资组合经受当前出售测试，投资组合便需要对其中证券的面值记录重大减值。”白皮书继续称：“为确定公允价值，《会计资料编报公告》第118条中的当前出售这一概念，若非不可能，也很难适用于企业发展公司的投资组合。”

白皮书大胆断言：“证券交易委员会为适用于投资公司确定证券公允价值所做的规定及其解释性建议……确切地说，并不适用于企业发展公司。”而且，根据该白皮书，证券交易委员会明令使用的规则“不易适用于企业发展公司具有不同特征的投资组合，主要原因在于，企业发展公司投资的证券不能为出于估值目的进行当前出售测试”。

所以，根据联合资本所言，证券交易委员会的规则不适用于该公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的确，如果该公司不得不遵守证券交易委员会要求进行当前出售测试的规则，该公司的投资组合便不得不以重大减值计入账册。实际上，联合资本假装说当前出售测试太难，无以进行，因为那些证券是非流动性的。

白皮书恬不知耻地夸耀联合资本所使用的非证券交易委员会认可的会计政策。白皮书呼吁使用要求更为宽大的小企业管理局会计。按照小企业管理局会计方法，资产只有被认为永久受损时，才减记价值。“小企业管理局政策较证券交易委员会在《会计资料编报公告》中指出的估值指南更加适用于企业发展公司的投资组合。”白皮书以大量缩略语的方式对此做了解释。

白皮书的结论再清楚不过：“小企业管理局政策，少有修改，看来为企业发展公司投资组合公允价值的确定提供了最佳总体指南……因此，考虑到所有非流动性证券可能具有影响价值的独有特征，企业发展公司应采用小企业管理局所提供指南的投资政策。”我此前和此后从未看到一家公司公开表示无视证券交易委员会的规则。不知何故，联合资本不顾影响就是这样做了。

斯维妮提及白皮书之后，在电话会议上说联合资本并非通常意义上的投资公司，而且投资公司会计也不应适用于联合资本。她表示，公开市场并非按资产净值而是基于股利收益率给企业发展公司估值。虽然它们应遵守1940年颁布的《投资公司法》，但它们不同于共同基金，因为它们是“内部管理的经营公司”，并非像共同基金那样报告业绩，而是像经营公司一样报送10-Q表格和10-K表格。

斯维妮继续解释为何联合资本不应被视为一家投资公司。

“作为一家上市公司，我们认为对我们的估值真正重要的是净利润，它可以向我们的股东传达我们的盈利能力。那种认为我们应该根据某个虚拟的或理论上的市场对长期非流动性投资进行会计计价，而不是告诉我们的股东我们确实认为在本金上有何损益的想法，似乎充其量在理论上可行，同时至少还令人困惑。我们不会声称市场暂时下跌而掩盖我们已受到的损失。当你们阅读利润表，看到净利润时，你们会知道我们的损益究竟如何。

斯维妮接着说：“净利润可以预测将来分配给股东的红利。（投资损失）会减少红利，真正的投资收益会增加红利。共同基金以其资产净值在公开市场交易，它们每天记录其投资组合的价值，因为它们实际上就是其价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为基金份额持有人共同拥有的证券池。共同基金一般总是积极管理的。共同基金必须保持很好的流动性，并对其资产净值进行精确计算，因为若投资者通过卖出所持份额拿出资金，它们每天会遇到赎回。资产净值是共同基金据以交易的主要方法。相比之下，联合资本，像多数企业发展公司一样，投资于长期非流动性证券。价值上的任何增长都是在长时间里实现的。企业发展公司在典型情况下并不交易其证券，它们投资直至到期，或直至发行证券的公司被出售时为止。企业发展公司股票不会遭遇赎回。”

联合资本2002年年初公布的2001年年报，呼应了斯维妮在电话会议上的说辞、罗尔的私下描述，以及白皮书上的观点。例如，联合资本官方政策声称：“公司的估值政策考虑以下事实：非公开交易的证券价值增长要历经很长时间，公司无意交易这些证券，不存在现成交易市场……当公司认为一笔资产已受损，完全收回该笔贷款或实现一份股权证券令人怀疑时，公司将记录未实现的投资减值。”

真够聪明，这正是小企业管理局的估值标准。但是，作为一家受监管的投资公司，联合资本应遵循更为严格的证券交易委员会标准，该标准要求一旦有意愿的买家不再按成本价支付时，必须减记资产价值。

2001年年报继续呼应斯维妮在电话会议上的陈述：“根据这一估值政策，为确定对私营公司的一笔投资是否已受损或该投资是否已增值，公司不予考虑资本市场的暂时变化，譬如利率的变动或公开股权市场的变化。”

不过，非常奇怪，上一年年报并没有多数此类语言。显然，这是2001年年报中新出现的。很清楚，这不太可能属于联合资本40年“一致的”会计惯例。这些新的语言明显反映了新的会计处理，现在白皮书又对这种会计处理给出充分理由。为避免在2001～2002年短暂经济衰退期间进行价值减记，联合资本已对其会计政策做出修改了吗？

后来，我们得知撰写白皮书并非斯维妮为获得更为宽大的企业发展公司小企业管理局会计处理而做出的第一次尝试。1997年，斯维妮代表联合资本在证券交易委员会举办的小企业资本形成——政府企业论坛上建议说：“为保护投资公司董事免于承担可能的责任，应在1940年颁布的《投资公司法》关于投资公司投资小企业非流动性投资组合的‘按市计价’估值中建立安全港。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯维妮在小组讨论会上详细说明："《投资公司法》要求基金董事会确定投资组合内证券的'公允价值'，而证券的市场报价并非即时可得，该要求歧视典型情况下由规模较小公司发行的非流动性证券。使用早已确立的估值指南，比如小企业管理局制定的估值指南，应该会提供充分信息，因而应该可以为投资公司免于承担与联邦证券法有关的责任提供一些保护。"

证券交易委员会从未给予这一要求建立的安全港。

概括地说，斯维妮去证券交易委员会请求允许使用小企业管理局标准。当证券交易委员会不同意时，联合资本无论如何还是这样做了。然后，斯维妮和罗尔撰写白皮书，为使用这一标准做出合理解释。2004年，当我们得知斯维妮于1997年在证券交易委员会碰壁之后，我意识到联合资本不当使用小企业管理局会计标准并非事出偶然。这并非由于经验不足而对相关情况缺乏了解，而是固执的故意行动——一种数年里一直在运作的欺骗行为。

■ ■ ■

我们打电话给证券交易委员会投资管理部主任助理道格·施德特，他曾向投资公司协会发出数封公开信，阐明证券交易委员会关于公允价值会计的观点，而这些观点看起来与联合资本的分析相冲突。我们请他说明证券交易委员会对联合资本观点的看法。我们在交谈中只是泛泛而论，并未直接提及联合资本的名字。我问施德特证券交易委员会1940年法案中当前出售测试估值标准是否主要针对共同基金，不包括企业发展公司，而企业发展公司相反可使用小企业管理局受损测试估值标准，因为它们持有非流动性证券多年。

"不同意，"施德特说道，"我们当时提供的指南适用于所有投资公司，包括开放式和封闭式投资基金……不过，封闭式基金或者说企业发展公司，如果在交易所上市交易，要公布其资产净值（NAV）……所有根据要求必须进行的资产净值计算或它们确实做的计算都遵循1940年的法案，而且不管它们是否赎回或再购买或卖出其份额。所以，它们公布其资产净值可能会对市场价格产生影响。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我知道封闭式基金试图论证，因为封闭式基金和开放式基金之间存在一些不同，它们不应遵循同样的标准。”他说，“但是，该法案和其他法律并未将两者做出区分。法案上说，对于所有投资公司，它们必须使用市场报价确定公允价值。我们也遇到一些封闭式基金声称，既然它们不必做赎回，如果它们投资于银行贷款参与基金，它们一般情况下会持有至到期，或许它们应能按照到期可以获得的价值进行估值，除非贷款或贷款的相关抵押品已出现某种受损情况。我们说不可以这样……一家基金根据其预期在将来某时点可获得的价值进行估值，其行为是不当的，因为适当标准是：你今天能获得多少价值？”

我再次未提及公司的名称，问施德特对联合资本以下声称有何看法：既然公司量体裁衣般发放那些非流动性贷款，它们比任何潜在买家更加了解借款人，并计划将贷款持有5～10年，那么任何出售都必然是“大甩卖”。

“我想说，我们不会强迫你出售，”施德特说，“人们争论你如何给非流动性证券估值，当我要花数周或数月才能卖出这个东西时，你如何使用你今天从一位有意愿的买家那儿获得的价值做标准，这时，我会说，假设数周或数月前你开始寻找买家，反正不管花费了多长时间，今天你已遇到一位有意愿的买家愿意从你手上买入，他会支付多少？所以说，这并不是一种像‘噢，天啊，我必须处理掉这东西，有人愿意从我手上买走吗’那样的大甩卖。”

我指出，他们可能会争论说，这些类型的贷款很少出售，果真有人要卖，也只是发生在贷款受损或贷款持有人身处困境的时候。结果，潜在的买家会把任何出售当做一次大甩卖。

施德特立即不耐烦地回答：“我想说，那恐怕更有理由以更低的价值持有了，因为就值那么多钱。”

我们很高兴证券交易委员会如此明确地支持我们的观点。

尽管我们在谈话中多数时候没有提及所说的公司，但最后我还是告诉施德特联合资本已做出这些声称以及其他说辞。我们问如果我们向证券交易委员会概述我们关注的问题是明智的做法，如果这是明智的做法，那么我们该向谁反映？施德特说我们应该反映，而且他就是我们应该找的人。很好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们寄出一封信和18页有关我们分析的概要，描述我们关注的问题：联合资本没有遵守证券交易委员会有关估值要求，滥用被控股公司的内部往来会计。我们详细说明了联合资本的回应，以及我至此已在书中讨论的各种事情。如同一个下注赌博的人，我们觉得施德特对联合资本做法的不认同使证券交易委员会最终解决争执只是时间问题，而且其解决方式并非联合资本股东所希望的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOOLING SOME OF THE PEOPLE ALL OF THE TIME

第9章

事实，抑或非事实

《远离华尔街》（*Off Wall Street*）是一份从事独立研究的杂志，由马克·罗伯茨于1990年创办，发布证券买入和做空推荐。我们数年来一直是该杂志的订户。它是一份价格昂贵、品质优良的出版物，读者是对冲基金和传统的只做多头的机构投资者。与多数同类出版物不同，《远离华尔街》会继续跟进其投资想法，提供实质性最新研究，直到一项推荐最终结束。无论推荐的是多头还是空头，《远离华尔街》都深入关注推荐记录，对待推荐如同态度严肃的基金经理对待自己的投资组合。

2002年6月12日，《远离华尔街》就联合资本发布篇幅长达21页的“卖出”推荐，主要突出其与证券交易委员会的谈话，分析《会计资料编报公告》第113条和第118条以及联合资本白皮书。该杂志仔细调查了我在演讲中特别指出的联合资本投资组合内的一些公司，并撰写出自己的分析。尽管联合资本股票此前已涨回每股25美元以上，或者说几乎一路反弹至我发表演讲之前的交易价格，但是，《远离华尔街》一发布做空推荐，股票便再次急剧下跌。

《远离华尔街》分析的独到之处一部分在于对联合资本最大子公司BLX公司进行了深入研究。联合资本收购BLC金融服务公司，并将之与其自身小企业管理局信贷子公司SBLC公司合并之后，组建了BLX公司。《远离华尔街》仔细查阅联合资本收购BLC金融服务公司之前该公司按证券交易委员会规定披露的文件，确定BLC金融服务公司作为一家上市公司通过销售收益会计方法创造了63%的收入。销售收益会计方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法，使得资产创立时便可确认其价值，这一会计处理从根本上说比传统的投资组合会计处理更激进，因为后者要求在资产生命周期内逐渐确认盈利。

我们相信联合资本拒绝披露有关BLX公司的财务信息，目的在于掩盖其使用销售收益会计方法。这种会计处理提前记录收入，并假定贷款表现良好，加之BLX公司贷款拖欠比例高，这几个因素可能会带来极其危险的后果。BLX公司的盈利通常品质低下，而且该公司很可能并未再产生多少现金。这样一来，联合资本向BLX公司收取25%的利率是否适当便更加令人生疑。显然，联合资本是在使用这些关联方费项来维持其利润表上的业绩表现。

《远离华尔街》还质疑联合资本向美洲银河电信公司所做贷款的3900万美元账面价值。该杂志指出，美洲银河电信公司是银河通信公司的附属公司，后者破产倒闭，与前者共有同一营业地址。虽然没有公开的美洲银河电信公司文件，但《远离华尔街》仔细查阅银河通信公司按证券交易委员会规定披露的文件，其中包含有关美洲银河电信公司的信息，由此确定美洲银河电信公司收入极少，经营亏损，资不抵债。

数天后，《远离华尔街》的后续报告称：

> 我们认为该公司的手法现在似乎是综合使用人身批评攻击、混淆是非以及貌似有理的三段论推理，攻击空头论调。在我们看来，这种手法在很大程度上与使用语言的诚实或缺乏使用语言的诚实有关，也与使用语言以歪曲和混淆事实有关。过去，我们看到这种手法用于政治竞技场，收到了很好的效果……使用语言的诚实可能与说话者的诚实有一定的关系。

《远离华尔街》结尾处提出以下问题：

> 顺便一问，谁在为联合资本撰写这些晦涩难懂的东西？进一步说，如果联合资本的会计处理如此明显正确，那么联合资本为何还认为有必要一开始便发布白皮书，为何继续用新的受到严重质疑的解释来证明其会计方法的正确性？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■ ■ ■

我们决定将我们的分析放到绿光资本网站上。我们想与公众分享我们的分析，因为我们希望每个人都能对之有更好的理解，然后自己判断联合资本如何曲解了我们的分析。我厌倦了联合资本强词夺理，厌倦了它们说我的演讲是一场秘密的“口碑宣传及耳语运动”的一部分，声称我们没有做功课，不知道自己所说为何物。

正如我们的分析最后添加的几句话所言，联合资本宣布将于2002年6月17日星期一再次召开投资者电话会议。我此前从未见过一家公司竟然在一个月内三次将所有的人召集在一起。电话会议之前的星期五，我将我们几乎完整的长篇分析初稿交给报道联合资本或表示对其感兴趣的媒体人士。我以为他们提前阅读分析会有好处，因为这样一来他们便有时间准备撰写了解内情的文章。事实上，没有一位记者写到我们的分析。更糟糕的是，至少有一位将我们的初稿传给了联合资本。

第三次电话会议召开的早晨，我们贴出长达27页题为《联合资本分析：估值技术疑问》的报告，并发布一份新闻稿，其中包含分析概要，并向公众提供机会在我们的网站上阅读完整报告。报告分析包括我们对以下问题的关注：会计、估值、联合资本白皮书、被控股公司交易、具体贷款估值、我们与证券交易委员会的谈话、非现金收入，以及安达信公司审计报告令人奇怪的变化经过。

下午召开的电话会议与前两次基调不同，在前两次会议上，管理层的讲话几乎是毫无准备的即席发言。这次电话会议安排有序，照稿宣读，看上去经过很好的预演。我现在相信，提前拿到我们的分析助了管理层一臂之力。管理层讲话的要旨更加清晰，他们满怀信心的有力陈述弥补了缺乏诚信的不足。这次电话会议意义重大，因为该公司实质上公开宣布了放弃先前关于其会计如何适当的一切主张。它转而表示屈服，同意证券交易委员会以及我们的观点，即应该使用公允价值会计。它从其网站上撤下了先前大肆宣扬的白皮书。

联合资本外聘公关顾问兰尼·戴维斯，请他指导管理层如何陈述变化了的主张。管理层在声称对情况的描述“始终如一”的同时，完全改变了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己的说法，收到了预期效果。很多听众显然听信了他们的说法，接受联合资本是一个操纵性“惊世谎言”受害者的断言。戴维斯曾作为白宫顾问为克林顿总统处理莱温斯基绯闻而闻名，联合资本雇用戴维斯在我看来似乎像是承认了自己的不法行为。Carlyle Group公司的埃德·马斯雅斯评价戴维斯受到雇用时，告诉主要报道国会的《国会山报》说：“当你让他空降过来时，你知道你已遇到大麻烦了。”戴维斯的客户包括前面讨论过的从事地震波数据猎取欺诈的赛陶资本、欺诈金额达数十亿美元的欧洲语言识别技术公司，以及从事重大会计欺诈的南方保健公司。很清楚，联合资本的问题需要政治风格的危机管理来解决，而戴维斯正是最佳人选。

在电话会议上，沃尔顿回顾联合资本40年历史，将当前的形势描述为一家伟大公司与一群股票操纵者之间的战役。在我看来，沃尔顿对形势的描述是不加掩饰的误导，毫无诚信可言，其中夹杂着谩骂和侮辱。不过，他引入这一话题时却显示出他对事实做了极为聪明的歪曲：

> 今天的会议目的在于说明真相，澄清是非，回应某些人对联合资本展开的系统性攻击，他们数周来传播有关联合资本的各种说法，这些说法要么是误导他人，要么是彻底错误。这些人似乎受到个人利益动机的驱使，因为他们已在联合资本上建立大量空头头寸，很可能通过驱动我们的股价下跌而获得益处。
>
> 这些人对我们的核心指责是，联合资本为了抬高自身股票价值，故意欺诈性地虚报我们投资组合中公司的价值。这是谎言，事实将证明这是谎言。的确，这是一个“惊世谎言”的经典例子，这种谎言过去通常是在紧闭的门后通过窃窃私语和谣言传闻，对众多不同的支持者以众多不同版本多次重复，使得受害者少有机会跟上谎言的流传而用事实真相为自己辩护。
>
> 很多上市公司都曾面临过卖空者的系统性攻击。有时，这些攻击起到为公众服务的作用，比如最近数月，它们有助于揭露一个真实的财务欺诈不法行为。这导致很多投资者产生不幸的但也可以理解的怀疑心理，使他们怀疑很多上市公司财务报告的诚信度。但是，那些目前针对联合资本而从事一系列传播错误信息活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动的人，怀着不相信一切的心理，正试图利用安然事件之后的当前市场环境，拿着硕大的“惊世谎言”的刷子涂黑像联合资本这样的公司。

一些公司受到这种攻击时，出于对抬高空头身价或为其做宣传的担忧，选择对这类冷嘲热讽的空头攻击不予理会，而我们联合资本已做出一个基本决定，我们不会让他们如此作恶而不受惩罚。为了我们的股东，我们必须予以澄清；为了我们自己，我们必须予以澄清；为了我们的家人，我们必须予以澄清。我们要在光天化日之下用事实与指责我们的人对质，直到真相大白。信息透明有两面作用。现在该到了指责我们的人在光天化日之下为他们传播的错误信息承担责任的时候。我们当然欢迎证券交易委员会和纽约证券交易所就使用这些错误信息以操纵市场的行为展开充分调查。

沃尔顿继续辩解说，联合资本使用公允价值法，并未虚增所投资公司的价值。他一再批评卖空者的动机，声称卖空者、律师和媒体在对联合资本展开有组织的、贪婪的“侵权干预”攻击，下面是他对这种攻击的描述：

我认为，这已……（创造了）整个对冲基金业，他们……（既然）股市当前没有在上涨，他们便试图找到下跌的东西。而且，他们正在试图找到能助其下跌的东西，这种做法似乎有一个模式。你先形成一个立场，然后有了某种类型的事件，在我们这种情况下就是一次演讲。这一事件与律师事务所紧密相连，它们接着便很快提起诉讼，每个人都说这家公司吃官司了，所以，一定有问题……

外界已有很多传言说一些文章将发表，说会发生这样那样的事情。我们知道有对冲基金打电话给小企业管理局了解情况，告诉它们我们现在已身处困境。我们看到很多事情在发生，我把这些事情看做对我们业务模式的侵权干预，而这是非法行为，应该全面禁止。我们将尽最大努力参与这一过程，我认为我们为表示抗议而公开说出来的事实，我希望，会对这种侵权干预行为有更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好的了解，或许其他人会与我们一道与这种事情作斗争。

沃尔顿想让每个人把注意力放在我们的“动机”上。对于绿光资本来说，联合资本是我们众多赚钱的途径之一，它是一个很大投资组合的一部分。然而，联合资本的管理层为了让自己摆脱混乱处境，却很有“动机”地说出他们能说的一切。当然，沃尔顿和斯维妮与其他任何人相比，个人得失都要大得多。对于管理层而言，联合资本就是一切。如果联合资本被证明实施欺诈，后果将比损失几美元严重得多。身处高层的玩家可能会失去工作，还可能进监狱。

接下来，联合资本公开宣布放弃白皮书——承认证券交易委员制定的规则终究还是对它们适用的，并想出一套新鲜的说辞描述其会计政策。斯维妮谈及估值问题，对白皮书进行了（错误的）描述，好像她相信多数人不会知道白皮书上的内容：

> 现在，我们来看一看我们使用的估值方法。这种方法既适当，又得到一贯使用，这是毋庸置疑的。联合资本研究出一份白皮书，贴在公司网站上，描述这种估值技术。概括地说，联合资本董事会秉持诚信原则做出判断，每季度对投资组合进行恰当估值，一贯使用基于投资组合内公司在有意愿的买家与卖家公平协商的情况下出售的估计价格这一估值政策。董事会做判断时所考虑的因素包括证券交易委员会30年前所发布《会计资料汇编公告》中推荐的因素，如公司当前和预计财务状况、现金流和盈利能力、有形业务资产净清算价值、与债务有关的到期收益率、债务与权益比率等。

虽然这一评价很有趣，但并不准确。事实上，联合资本白皮书陈述的内容与此相反。如第8章所述，白皮书的要旨在于为不使用证券交易委员会《会计资料编报公告》中的规则进行辩解。显然，联合资本得到一些劝告（劝告很可能来自证券交易委员会，不过联合资本也可能尚未得悉证券交易委员会的劝告，只是已意识到自身的错误），即白皮书是错误的，因为白皮书不知羞耻地认为证券交易委员会估值指南不适用它们。联合资本此时急

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

切地要尽快抛开白皮书，改变腔调，不再声称证券交易委员会政策不适用，也不再声称计量公平交易的有意愿买家与卖家之间的价值很难或不可能适用其投资。

斯维妮继续照稿宣读她所谓的“事实”，或者说得更准确些，就是“不容置疑的事实”。这种文字游戏是联合资本使用的典型手法。看上去，斯维妮觉得她足够大声地说出**事实**这个词，给予足够的强调，很多人便信以为真，接受她所说的。

然后，她竭力为联合资本的会计政策辩解。“关于我们估值方法的恰当性问题，”她说，“这里有几个不容置疑的事实。**事实**：我们在白皮书中阐述的估值方法更接近我们的形式，符合注册说明书的内容，注册说明书每季度报送证券交易委员会，而证券交易委员会一贯发现这些文件令人满意。”当然，联合资本只是在这一年早些时候在报送证券交易委员会的文件中首次引入这些话，未让证券交易委员会有多少时间对此发表意见。

斯维妮进一步说，联合资本对会计政策的陈述与白皮书基本一致，是联合资本的实际做法。联合资本的年度报告呼应白皮书，陈述道：“当公司相信一笔资产已受损，对充分收回贷款或实现股权证券的价值感到怀疑时，公司将记录未实现的投资减值。”

然而，这次电话会议一开始，联合资本便改变描述性语言，由受损测试转为基于有意愿买家和卖家愿意交易的当前出售估值。不经一番渲染，在其下一次报送证券交易委员会的文件中，联合资本剔除了描述其估值方法在技术上与带来羞耻的已撤下的白皮书相一致这些辩解语言。最终，联合资本将会说，白皮书是“为行业会议准备的讨论文章”，声称实际上从未使用那种类型的会计。

斯维妮继续道：“**事实**：按市计价与公允价值并非相同。一直有人错误地声称，应使用的适当估值方法就是严格的按市计价或大甩卖计价。”看样子，她的意思是卖空者这样错误地声称，不过我不知道是谁。

当然，这更是文字游戏了。我们认为公允价值会计要求使用按市计价的方法。她只是加上关于大甩卖计价那部分。这是一种顺手牵羊的创造，因为证券交易委员会说公允价值会计不应要求大甩卖估值。现在既然她虚假地抹黑我们，说我们声称联合资本需要使用大甩卖估值，她便可以轻松

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地解释说我们是错的。她继续说道："专家们不同意这种方法，而且理由充分。公允价值是一个监管概念，包括当前出售概念在内，而当前出售与大甩卖并不是一回事。这一术语由美国注册会计师协会指南定义为当前出售，即在一段合理时期内，有意愿的双方在非强迫或清算出售情况下的有序处置。"

数分钟之后，在回应联合资本是否遵循1940年所颁布《投资公司法》的问题时，斯维妮又抛弃白皮书，转而迎合当前出售测试："我们使用当前出售标准，每季度我们实际上假定投资组合内公司在今天以当前出售的方式卖出，以此来确定投资组合内公司的价值。换句话说，在一次公平交易中，有意愿的买家会为该公司支付多少钱？……如果该公司的企业价值超过我们的最后一美元资本，那么我们不必对债务证券进行减值，实际上，我们还可能有证据给股权证券做增值处理。"

这便改变了对联合资本会计的描述。联合资本按其认为最终将收回的金额为投资计值的分析一去不复返了，当前出售测试很难或不可能适用于一家企业发展公司的讨论一去不复返了，认为联合资本应该对价值暂时波动不予理会而使用小企业管理局会计（按此种会计处理，资产只是在被认为永久受损时才予以减记）的观念也一去不复返了。事实上，联合资本几乎收回过去数周里所使用的关于其会计政策的每种说法。现在，突然间，总是适用于其他每一家公司的当前出售测试，也适用联合资本了。不仅如此，据管理层所言，实际情况一直是这样，因为联合资本的会计政策是"一贯的"。

斯维妮现在更加接近证券交易委员会对当前出售含义的正确解释，但还有相当的距离。按要求，当前出售价值是指一位公平交易的买家愿意为联合资本所持有的若被出售的某只具体证券支付的价钱，而不是对整个公司支付的价钱。这一点得到证券交易委员会官员道格·施德特的确认，他曾写信给投资公司协会，引用证券交易委员会题为《关于帕那色斯投资公司》的案例裁决。在此案例中，证券交易委员会认为，"董事会对投资组合内一只证券的估值，基于作为持续经营实体的整个公司一被出售该证券便有的价值，而公司出售并非随时可实现，这样确定该证券的估值是不诚实的。"当然，联合资本管理层很清楚整个公司的价值与该公司某只具体证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价值之间的区别。联合资本在白皮书中引用了此案例。正是同样的裁决说，投资公司不应按“大甩卖”价格给投资估值。

虽然整体企业价值计算对于股权证券估值有意义（你确定公司的价值，再减去净债务，可以计算出股权价值），但对于债务工具估值并非有意义，因为债务工具的好处有限。一个债务工具持有人可以期望收到的最大金额是本金和到期利息。正因如此，债务证券基于违约风险予以估值。例如，如果两只债务工具具有相同的到期收益率，那么违约风险较低的债务证券比违约风险更小的债务工具更有价值。如果一家公司的企业价值下降，那么违约风险便上升，债务工具的价值便下跌，即使当企业价值仍然高于发行在外债务的金额时，也是如此。

联合资本声称无论何时企业价值超过发行在外的债务，债务证券都具有其平价的价值，这种说法是根本错误的，而且无视企业价值下跌时违约风险上升的影响。当股权缓冲垫缩水时，减少债务工具的价值是市场惯例。根据联合资本的观点，只要有任何缓冲，债务价值就是其成本。联合资本以这种方式将企业价值比做最后一美元债务，简直就是又一次对不当的“受损”测试而非当前出售测试的描述。

当一位提问者质疑联合资本对不良贷款的估值处理时，沃尔顿开始退缩，试图淡化联合资本先前的立场，声明道：“我们坦率地说，四级贷款按合同面值记账，因为我们认为那是我们将在价值链上得到的金额，而且我们将就合同面值获得收益。投资者看着我们的投资组合，可以说‘哎呀，他们在不赚利息的四级贷款中得到这个数，我想那些东西价值要少一些’。投资者可以自由做此评价。那是一部分——过去常称为安全性分析的一部分。然后，他们可以说，‘好的，我认为它应该少一些。’但那并不是因为我们在试图掩盖损失。我们没有掩盖任何东西。我们说这是我们平常做事的方式。”

这样，沃尔顿便承认了显而易见的事情：联合资本认为其最终会收回本金而不能收回利息的四级贷款，即使联合资本按成本将其记录在账簿上，也并不真正与成本等价。尽管如此，联合资本的职责在于确定那些贷款价值少多少，并在财务报表中予以反映。联合资本不能将这一责任交给投资者，让他们去做“安全性分析”。期待投资者明白联合资本将贷款价值虚估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到什么程度，是很荒谬的，尤其是联合资本竟然不披露所投资公司（多数为非上市公司）的经营表现，更是荒谬。

接下来，斯维妮探讨BLX公司这一问题。“来自空头的批评似乎围绕着两种说法。第一，他们说联合资本在以利息和费项的形式从BLX公司拿过多的钱。第二，他们声称我们特意选择不合并BLX公司的财务报表，含沙射影地说BLX公司只不过是一家虚假公司，让人想起安然的资产负债表外特殊目的实体。这些指称毫无根据。让我们来看一看事实。”

斯维妮说BLX公司实现了其经营计划目标，银行债务照常还款，小企业管理局贷款拖欠率只是平均水平，并获得小企业管理局优先贷款人的评级。她说联合资本为BLX公司提供了大量咨询服务，包括贷款系统一体化、市场营销、人力资源管理、网站发展以及董事选聘等，这些服务的价值超过管理咨询费。（最终，我们将得知BLX公司的董事完全由BLX公司和联合资本的内部人担任，其中包括沃尔顿和斯维妮。他们为这样的董事选聘工作收取多少费用呢？）她反复说向BLX公司收取25%的利息并不过分，因为联合资本在对BLX公司的股权投资上并未赚到钱。这与联合资本过去对BLX公司的评价相一致。

斯维妮继续说：“事实：会计报表合并问题绝对是白纸黑字清清楚楚。既然联合资本是一家企业发展公司，那么投资公司会计规则便很清楚。没有任何投资公司可以将其投资组合内公司的财务成果与其自身合并。尽管如此，倘若联合资本可以合并BLX公司的成果，我们的报告盈利会更高，而不是更低。”

事实上，斯维妮的陈述一听便知其虚假。若是合并会计报表，联合资本将清除其确认的来自BLX公司的未实现增值、费用、利息和红利，代之以BLX公司的实际盈利。联合资本将BLX公司以超过联合资本成本的溢价记录在账簿中，而联合资本成本本身较BLX公司账面净值已有很大溢价。合并会计报表会通过消除这些溢价而降低联合资本的盈利和账面净值。

当然，联合资本管理层知道，BLX公司会计报表的合并远非白纸黑字那么清楚。的确，数年前，联合资本将BLX公司的前身SBLC公司的财务成果并入其利润表。为何它不能将SBLC公司的后继者也合并呢？联合资本执行董事罗伯特·朗两三周后在联合资本投资者接待日对我说的话与斯维妮的说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法互相矛盾。他告诉我BLX公司应该被合并进来。他说，如果它们想要合并，总有办法做到。

我们随后仔细查阅会计技术文献，发现投资公司合并实体不会受到妨碍，除非实体是另一投资公司。BLX公司是发放贷款的公司，可以将公司结构设置为一家投资公司。很可能联合资本煞费苦心地设置了BLX公司的结构，这样它便不必合并BLX公司。事实上，收购BLC金融服务公司并将其与SBLC公司整合在一起，部分动机可能在于无须合并SBLC公司。考虑到联合资本基本上拥有整个BLX公司，对其多数融资提供担保，合并其前身实体，认为并经常提及BLX公司为小企业贷款“子公司”，那么，合并远非“绝对白纸黑字清清楚楚”。进一步说，既然投资在联合资本和BLX公司之间来回转让，那么BLX公司是否作为一家独立公司经营甚至都有严重疑点。

在问答过程中，弗里德曼投资公司分析师托德·彼特辛格问，BLX公司的收入有多少来自销售收益会计方法——这是一种投资者经常不予重视的低品质收入流。斯维妮回避这一问题，反而在冗长的回答结束时错误地声明小企业管理局贷款期平均约为11年。后面一位提问者指出她没有回答问题，并要求回答。联合资本管理层第二次回避了问题。

斯维妮于2002年9月22日在美洲银行举办的一次投资会议上再次提及11年期贷款寿命。2003年，美联证券（Wachovia Securities）发布报告，估测BLX公司贷款平均寿命不到4年。既然计算销售收益时一个关键会计假设是估计贷款寿命，那么如果BLX公司做出11年的假设，该公司便大幅虚报其收入，因为贷款期限越长，假设会有更多的利息支付（如果BLX公司使用更为接近4年的假设，那么斯维妮就是在误导市场）。BLX公司销售收益的会计假设至今仍然处于绝密状态。顺便说一句，如果联合资本将BLX公司并入财务报表，它就得披露BLX公司的会计假设。

在电话会议进行当中，联合资本说西尔曼公司在10-K表格中犯了一个文字输入错误，西尔曼公司的优先级债务与面值等值。这种说法反驳了我们的分析，我们分析认为联合资本在西尔曼公司的次级投资并不与面值等值，因为西尔曼公司10-K表格承认西尔曼公司优先级债务的公允价值只有合同面值的75%。我们认为，如果优先级债务不与面值等值，那么次级投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也不与面值等值。

当然，我们先前假设西尔曼公司已向证券交易委员会递交了准确报告。的确，在下一封致证券交易委员会的函件中，我写道："我们以前分析时，依靠这一披露，才坚称联合资本在西尔曼公司的投资已受损。假设那确实是文字输入错误，我们将撤回基于错误的披露文件所做的批评。然而，我们继续坚称，联合资本现在向西尔曼公司收取18%的利率并非公平交易或市场交易，这不应获得允许。"

联合资本收购西尔曼公司之前，曾按13.9%的利率提供一笔无担保次级贷款，而西尔曼公司公开交易的优先股，其收益率为19%。联合资本获得控股权后，西尔曼公司信用得到改善，优先股收益率只有12%。尽管如此，联合资本重新确定向西尔曼公司收取的利率，将其提高至18%，由此提升了联合资本的报告利息收入。次级贷款的公平利率应低于优先股的当前收益率。然而，随着联合资本控制西尔曼公司，它随心所欲地确定了利率。虽然联合资本最终卖出对西尔曼公司的股权投资获得大量资本利得，并声称行为清白，但联合资本以10%的市场利率向西尔曼公司发放一笔新的次级贷款，这进一步证实我们认为先前18%的利率并非公平利率的观点。

随后还有不准确的财务报告内容。斯维妮谈到美洲银河电信公司，解释说美洲银河电信公司（联合资本将对其持有的投资估值为3900万美元，而不是最初投资成本4900万美元）是与其所附属的银河通信公司不相同的一家公司，后者已破产倒闭。她说对美洲银河电信公司的批评是"虚假的……虚假得近乎滑稽可笑"。

"看来，批评我们的人非但不做简单的数学，而且还不做简单的功课，"她严厉地责骂我们，"批评我们的人如此急于指责我们，对我们的事实如此不加注意，从而可能混淆了这两家公司？或者，没有任何证据，便说银河通信公司的负面财务成果对美洲银河电信公司财务成果有影响？看上去正是这样，这也告诉我们所有的人他们的可信度究竟如何。"

我们此前从未说过任何关于美洲银河电信公司的事情。我们所知道的有关评价来自《远离华尔街》杂志，这家杂志当然没有混淆。它在其报告中清楚地将美洲银河电信公司和银河电信公司做了区分。既然绝大多数听众无法获得《远离华尔街》杂志，他们便无法看清斯维妮正在编造谎言，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从我们的"数学"、"功课"和"可信度"方面攻击我们。

证券经纪公司分析师和同情者提出数个问题之后，一位打电话者问道："我想你们是否会接听你们在抱怨的所谓空头们的一些电话？"对此，斯维妮的回答主要是："线路是敞开的。"这又是一个谎言。在这次和前次电话会议上，我努力想排进队伍，打电话提问。尽管电话会议持续很长时间，但联合资本从未接听我的问题。经营电话会议的服务商总会向召开电话会议的公司实时提供谁在参加会议和谁有兴趣提问的名单。公司确定接受谁的提问，不经同意，谁也无法联系上。

斯维妮又编造一个谎言说："我们始终未从撰写有关我们文章的两家机构接到电话或受到他们的来访。"我无法相信斯维妮还在声称我们从未打电话给联合资本。据《道琼斯新闻》一篇题为《联合资本：卖空推荐理由"无事实根据"》的报道（2002年5月16日）："该公司确认投资者关系部部长斯帕罗和首席财务官罗尔两人均在上个月内与该对冲基金经理（指我）谈过话。"尽管如此，斯维妮却再次坚持说我们从未打过电话。我将听到这一谎言被重复数年。

下一个问题与我同证券交易委员会官员道格·施德特的交谈有关，我们在绿光资本网站的分析中详细记录了这次交谈。斯维妮回答说："如果你们看一看道格·施德特和我想是艾因霍恩先生之间的提问和回答，那么你们会知道道格·施德特回答了提到的问题。那些问题都问得不对。艾因霍恩先生对我们所做事情的描述，事实上并非我们所做的事情。所以，如果他想在道格·施德特面前提出纯属猜想的问题，并想得到答案，那是一回事，但那并非联合资本。"

毋庸置疑：我在谈话过程中未指明联合资本。然而，我探讨了联合资本所说和所写的内容，而施德特回答说那是"不当的"。斯维妮了解这一点，并且我认为，她在故意混淆视听。

■ ■ ■

两三天后的6月19日，联合资本发布一篇新闻稿，宣称斯维妮已会见施

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德特，他证实与我的谈话是泛泛而论。斯维妮丝毫不透露她和施德特会面时讨论的其他内容。联合资本请施德特就白皮书和会计政策发表意见了吗？他怎么说的？与施德特的交谈致使联合资本如在下次报送证券交易委员会的文件中一样，改变了其对会计方法的描述吗？倘若对这些问题的回答能为联合资本开脱，我相信联合资本毫无疑问会在新闻稿中与我们分享斯维妮和施德特交谈的更多细节。

2002年6月17日电话会议结束时，沃尔顿承诺对被控股公司予以更多的信息披露，包括BLX公司销售收益的会计假设。他说："这样做是正确的。"当然，说这样做正确，他是对的，而随后发生的事情又一次揭示他不愿做正确的事情。尽管联合资本开始在10-Q表格中提供有关BLX公司的概括信息，但它从未揭示其承诺将披露的销售收益会计假设的细节，而且联合资本也从未像沃尔顿承诺的那样，提供更多关于其被控股公司整个投资组合的更多信息。

联合资本股票在《远离华尔街》杂志报告发布后又一次下跌，在这次电话会议之后进一步下跌，达到每股20美元。数天后，斯维妮决定加大人身攻击的力度，在一篇彭博新闻社的文章中说我们的计划是实施"让我们吓倒那些矮小的老妇人"这一策略。

我当时告诉《华盛顿邮报》说："我们批评这家公司，并不是因为我们在做空它；我们对它做空，是因为我们对它有批评意见。"女士们无论是否矮小，是否年老，也无论是否既矮小又年老，都与此事无关。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOOLING SOME OF THE PEOPLE ALL OF THE TIME

第10章 BLX公司

2002年6月初，我收到了吉姆·卡鲁瑟斯的来信，他当时是我们位于加利福尼州亚州圣拉斐尔市的伊斯特本资产管理公司的合伙人。早在9年前我们便曾有过接触，当时我正为科乐瑞公司操刀进行我的第一桩卖空操作——涉嫌欺诈的家护管理公司。卡鲁瑟斯是一位“挖客”，一位擅长挖掘各种资源、搜寻公开记录、汇集正式新闻稿中没有的高价值信息的分析师。

在我们的交谈中，卡鲁瑟斯告诉我，他发现了联合资本最大的投资客户——BLX公司的欺诈事实。2002年3月31日，联合资本以2.297亿美元的价格计价BLX公司，相当于联合资本净资产的17%。不仅如此，联合资本还因为替BLX公司担保银行债务而再度曝光。再次重申，联合资本通过收购上市公司BLC公司，并将该公司与联合资本下属的SBLC公司合并，重组为BLX公司。(在贯穿全书描述关于BLX公司的各种问题贷款，有时甚至是欺诈贷款时，我可能会提到BLX公司或者BLX公司的两个前身。)

在搜寻法律数据库的时候，卡鲁瑟斯发现BLX公司的小企业管理局贷款居然出现在法庭记录的标题上。卡鲁瑟斯找到了相关的法律文件，并与一系列相关人员展开交谈。与贷款相关的一桩案子牵涉到一位叫做霍莉·霍利的密歇根州女性，按照卡鲁瑟斯的调查，给予这位洗车厂经营者的贷款，“侵犯了所有的借贷惯例和实践。”

卡鲁瑟斯发现，霍利曾因涉嫌一桩非法转移联邦住宅管理局财产的贪污案件，遭到过刑事起诉，并被判有罪。卡鲁瑟斯找到了一份霍利法庭宣誓证词的副

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本，上面详细描述了她与BLX公司的交易。总结来说，就是在从联合资本获得贷款之前，4家银行以缺乏经营经验——获取小企业管理局贷款的前提——为由，拒绝了霍利修建洗车厂的建筑贷款申请。霍利的贷款经纪人把她介绍给了联合资本（在BLX公司组建之前），而联合资本批准了霍利的小企业管理局贷款。此后，霍利希望获取更多的资金来扩建洗车厂，但是，却不符合小企业管理局贷款的条件——一个人同时仅能获得一笔贷款。由于霍利已经拥有小企业管理局的贷款，因此，联合资本建议她成立新的公司，并用霍利弟弟的名义签署新的贷款协议。

霍利的欺诈性贷款由联合资本的执行副总裁帕特里克·哈林顿和副总裁威廉·莱希一手促成和监管。此后，哈林顿调往密歇根州特罗伊市的BLX公司底特律办公室工作。在霍利的两笔小企业管理局贷款出现违约之后，哈林顿和莱希再次试图批准霍利新贷款以弥补前两笔贷款的损失。为此，霍利再次另起炉灶，成立了第三家新公司，在以新公司的名义获得了第三笔贷款之后，霍利偿还了前两笔小企业管理局贷款所拖欠的15万美元的贷款利息，以及拖欠洗车厂承建商的抵押利息。

联合资本指示霍利，把新贷款放到她20岁女儿的名下，为此，霍利不惜给女儿购买机票，前往签订贷款合同。然而，联合资本华盛顿特区办公室的一位工作人员，鉴于霍利女儿缺乏经营经验以及仍为在校全职学生的事实，最终拒绝了贷款的发放。联合资本又建议霍利，把贷款放到远在加利福尼亚州的另一个弟弟的名下。终于，霍利在联合资本的办公室，在莱希在场并亲自授意的情况下，在贷款文件上签下了弟弟的名字。

卡鲁瑟斯还发现了另一笔发放给底特律某加油站经营者杰弗森·费尔·马特的可疑贷款。根据卡鲁瑟斯与涉及该贷款案件的某位律师的调查，BLX公司的贷款“完全与贷款资产及该资产所产生的现金流不匹配”，显然，BLX公司根本没有“尽职调查”。从涉嫌欺诈的角度看，资产估值溢价得离谱，为实际资产价值的3倍。贷款人根本没有商业经验，他们仅仅是从其中一个贷款人的兄弟手中买下了加油站，而这位兄弟出售加油站的缘由则是陷入了高利贷的泥塘。贷款人自贷款之日起，没有偿付过一笔贷款利息，但BLX公司却耐性十足地等待了一年半才试图追讨这笔违约贷款。

在相关诉讼中，BLX公司遭到了这样的指控，“联合资本公司拖延了一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年零几个月的时间未采取行动或追讨这笔违约‘贷款’的原因是，为了避免联合资本的股东和投资者发现该笔违约贷款的本质，以及贷款背后的不恰当资产担保。”

在组建BLX公司之前，联合资本发放了一笔贷款给维克托·鲁兹，后者计划把自己位于密歇根州的旅馆扩建为“乐园”和面包餐厅。根据卡鲁瑟斯与鲁兹的访谈，鲁兹在签署贷款之前已知会放贷人员，“我们当前的状况很艰难”，因为通往旅馆的道路被关闭。鲁兹询问贷款是否“仍然能够发放给他，因为我们将由于道路关闭的问题延误几期的利息偿付”。按照鲁兹的说法，联合资本的放贷人员告诉他不必担心，如果他有所延误的话，他们会理解的。最终，鲁兹的贷款出现违约。

除了以上几例怪异的贷款之外，卡鲁瑟斯还发现了一家美国信用公司，该公司由凯文·弗里德里希在家经营，是一家与BLX公司有着密切业务来往的第三方贷款经纪人。卡鲁瑟斯发现，弗里德里希曾由于多种违反证券法律的罪名遭到过宾夕法尼亚州证券委员会以及全美券商委员会的调查和制裁。根据卡鲁瑟斯的调查，美国信用公司每年为BLX公司代理发放4000万美元的贷款。

卡鲁瑟斯还发现了另外几宗明显存在问题的贷款。对此，我的第一个反应就是，“什么？”

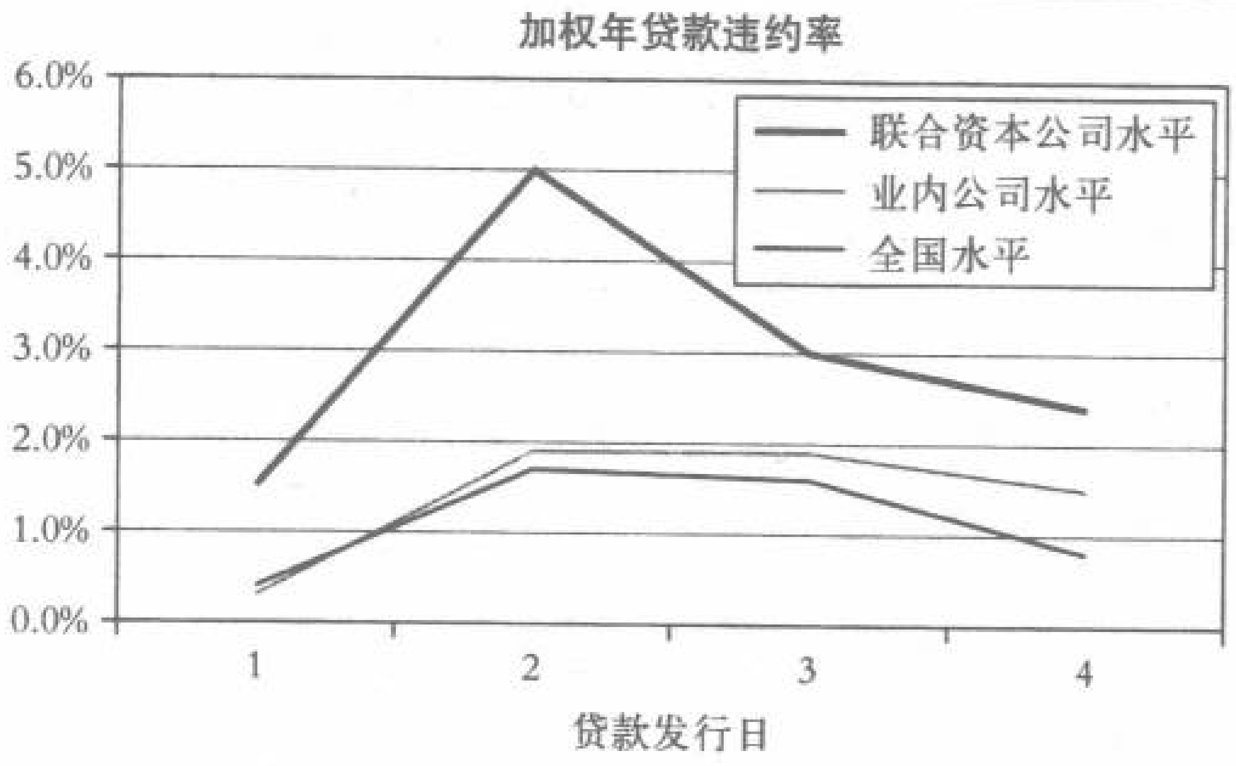
BLX公司仅仅是联合资本公司的一小部分，而以上列举的贷款案例也仅为BLX公司所发放贷款的冰山一角。对于联合资本自身更深刻、更广泛的问题而言，我看不出以上区区几桩违约的小企业管理局贷款会造成怎样的影响。

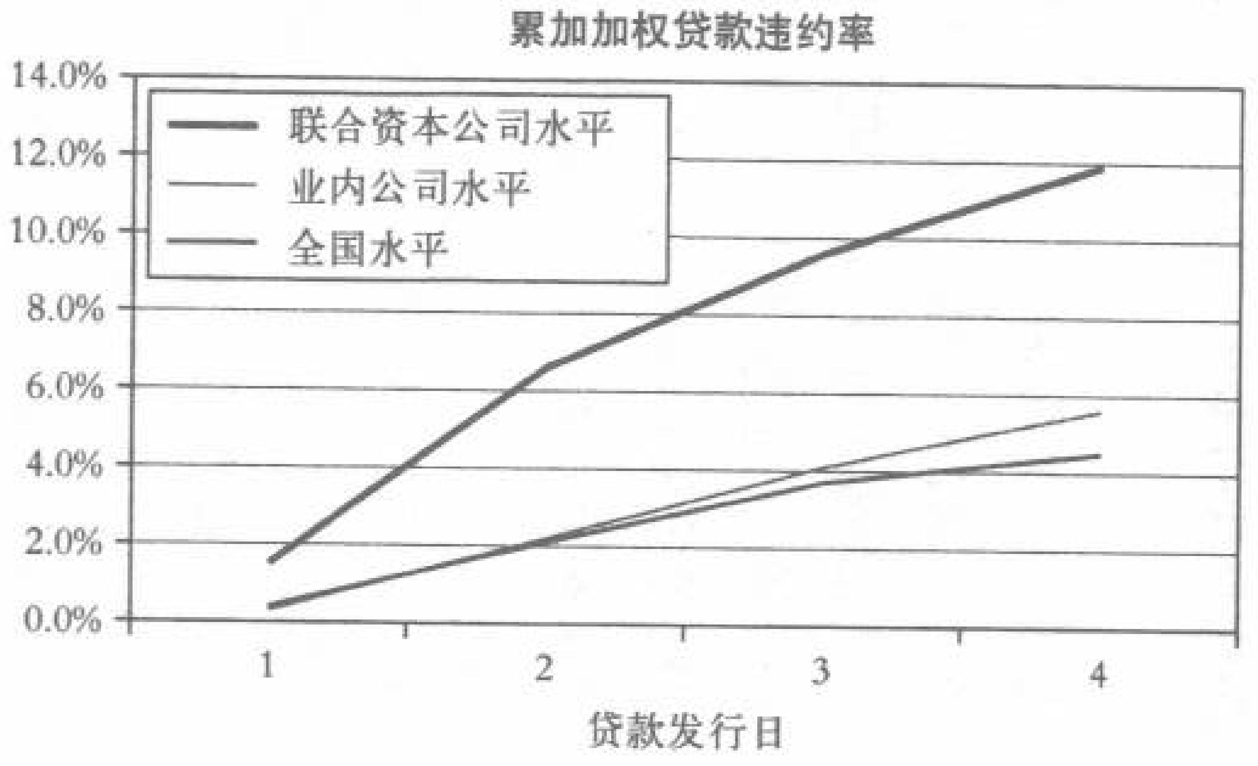
然而，就在我们发表了对联合资本的以上研究后的几天，我们收到了来自本克实验室的报告。报告表明，BLX公司业务状况的恶劣程度远远超出我们的想象。BLX公司的贷款违约率远远超出正常小企业管理局贷款违约率的三倍以上。即便排除年龄、贷款额度、地域、行业以及种种因素的可能影响之后，BLX公司的贷款违约率仍然超出正常值两倍以上（见表10-1）。我只能揣测，BLX公司过高的贷款违约率反映出BLX公司激进、不惜欺诈的承销惯例。

卡鲁瑟斯告诉我们，他与小企业管理局总监察长办公室分享过自己的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表10-1 来自本克实验室报告的年平均贷款违约率





		贷款发行日			
		1	2	3	4
联合资本公司水平	年度	1.5%	5.0%	3.0%	2.4%
	累加	1.5%	6.6%	9.6%	11.9%
业内公司水平	年度	0.3%	1.9%	1.9%	1.5%
	累加	0.3%	2.2%	4.1%	5.6%
全国水平	年度	0.4%	1.7%	1.6%	0.8%
	累加	0.4%	2.1%	3.7%	4.5%

注：违约贷款从贷款发行日开始，按照静态统计的基础跟踪计算。例如，发放贷款后第18个月出现的违约贷款，将在第2年的违约贷款报告中体现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发现，后者专门负责对贷款经纪人的内部审计和调查。卡鲁瑟斯询问我们是否可以帮助与总监察长办公室进行沟通，我同意了。几天之后，基斯·霍默尔从小企业管理局总监察长办公室打来电话，告知由他负责对BLX公司展开调查。除了卡鲁瑟斯的发现之外，我并没有更多需要通告的信息。在霍默尔的要求下，我送去了本克实验室的报告。

■ ■ ■

2002年6月26日，BLX公司的一位前雇员在阅读了我们公布于绿光资本对冲基金网站上关于联合资本的分析报告后，给我发来了一封电子邮件。前雇员声称自己过去为联合资本公司工作，并担任BLX公司资深副总裁。在电子邮件中他写道："由于二手市场贷款佣金大幅下滑，迫于新管理团队的压力，他不得不于2001年10月引咎辞职，离开了BLX公司。"

> 就像你已经注意到的那样，贷款佣金下滑的主要原因是贷款投资组合的拙劣业绩。最终，BLX公司不得不成立自己的证券化队伍，负责出售小企业管理局贷款以及504/附加贷款中的无担保贷款。这样的局面迫使我陷入与公司水火不容的境地。联合资本首席执行官希望我离开公司，因为我总是不断指出联合资本执行管理团队大规模承销操作的种种缺陷。
>
> 在为联合资本工作的3年中，我每年都获得琼·斯维妮的亲自提拔。近两年来，我在年终考评中连续获得了公司的最高荣誉。我的加薪和奖金都超过20%。换句话说，我曾是联合资本的杰出员工，完全有资格评价和探讨联合资本。
>
> 在这封电子邮件中，我不打算提供任何新的信息，但是我很乐于与你见面，并当面陈述一些重要见解和资讯，它们将是有关BLX公司的重要信息……你们从来没有注意到的重要信息。如果你对此感兴趣，请告知我你下次来华盛顿特区的具体时间。

我们最终没有见面，但是通了电话。他道出了更多内幕。他告诉我，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

BLX公司不惜代价地，尽可能多、尽可能快地发放贷款，因此，它在承销贷款时，采取了不计后果的捷径。按照他的说法，BLX公司管理层故意在贷款承销商的名下标注“没有贷款经验”，有意淡化承销贷款的实质。BLX公司并没有对贷款人的资信和贷款抵押物进行恰当的审查。最值得注意的是，BLX公司并没有验证每一位贷款人是否确实注入股权（即所谓的“股权关联”），而这却是小企业管理局贷款的基本要求，以确保贷款人贷款经营的“诚意”。BLX公司种种不合理做法的结果便是不断增加的违约贷款。

这位BLX公司前雇员揭露，BLX公司由于销售初期违约的次级贷款而臭名昭著。据他所说，BLX公司对这些贷款所适用的会计假设“十分疯狂”，他们根据过时的、基于贷款平均生命周期的历史信息来进行会计处理，而这完全无法适应当今贷款人更为复杂的本质——当廉价资本的获取成为可能时，他们更乐于反复套取贷款。结果便是，公司的平均贷款生命周期的假设过长。如此说来，毫不奇怪联合资本为什么要如此费力地躲避公众对于公司销售收益会计假设的调查。即便是在联合资本自愿披露的关于BLX公司的信息中，也从未提及销售收益这一记账假设。

这位BLX公司前雇员提醒我们调查BLX公司贷款产出最多的弗吉尼亚州里士满办公室负责人马修·麦克吉的可疑背景。很快，我们就发现麦克吉曾于1996年触犯严重的证券欺诈罪，并服刑数月。犯罪记录确凿无疑地显示，作为赛特银行的雇员，麦克吉将公共机构客户的存款转移到了自己的家庭账户中。证券交易委员会终身禁止麦克吉加入和参与任何投资公司工作。

麦克吉的父亲罗伯特，曾在1992年任职联合资本公司副总裁，之后成为BLC金融公司资深执行高管。BLC金融公司在马修·麦克吉出狱之后雇用了他，尽管麦克吉出狱后仍然背负为期两年的释放监管。根据BLX公司前雇员的说法，马修·麦克吉出狱后被BLC聘任为BLX公司信贷委员会成员。这一做法彻底侵犯了小企业管理局对BLC金融公司承诺放弃聘用出狱后的麦克吉的条例。不仅如此，据前雇员的说法，BLX公司在最近的公司峰会上高度赞誉马修·麦克吉，将他树为其他信贷人员的榜样，“为什么不是人人都像麦克吉那样高产出呢？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《华尔街日报》的杰西·艾森格曾就麦克吉的角色问题当面质疑联合资本，后者否认麦克吉的委员身份。然而，我们从BLX公司的其他雇员处同样证实，麦克吉确实担任信贷委员会的投票委员。

BLX公司从推进次级贷款中获得很多好处。销售收益的会计处理让BLX公司在贷款产生的同时便确认收益。也就是说，BLX公司发放的贷款越多，财务报告中体现的收益也就越多。大量的贷款发放不仅充实了财务指标，更充实了管理层的腰包。不仅如此，由于联邦政府担保每笔贷款3个季度内的损失，因此，纳税人，而不是放款人，最终承担了绝大部分的风险。这样的规定无疑助长了诸如BLX公司这种毫无道德约束的放款人不计后果的行为。

BLX公司把小企业管理局贷款拆分为两个部分：有政府担保的部分和无担保部分。这种做法仍然存在信用风险。BLX公司传统的做法是把有担保部分的贷款以10%的溢价出售给银行，并保留收取1%的相关服务费用，如追讨贷款及解决问题等。溢价反映出贷款利率［一般为基准利率上浮2.75个百分点（允许范围内的最高利率）减去贷款服务费用］与无风险利率之间的利差价值。BLX公司集合了所有无担保部分的贷款并将它们证券化。对于BLX公司来说，只需要披露有贷款担保贷款的前置收益，以及次级贷款（这部分贷款BLX公司将持有）的剩余价值。

斯维妮会在下一次季度电话会议上解释具体的运作：“假定你们发放了100万美元的小企业管理局7（a）方案贷款，你将在二手市场上迅速卖出其中的75万美元。这笔交易将即时获得10%的现金溢价。现在，你手里得到了7.5万美元的现金，而你仅仅剩下了25万美元的贷款……你再把它们证券化，并销售出去……你将得到24.5万美元的现金和5000美元的股权资产。你最终利用证券化的途径收回了绝大部分现金。最后，最初100万美元的贷款，将只剩下5000美元的股权资本需要变现。因此，包括5000美元的股权资本在内，贷款第1年，你将获得7.5万美元的现金收入，以及出售给银行部分贷款的服务费7500美元。除此之外，你还将取得24.5万美元贷款部分的第1年贷款利息9800美元……总计收入9.2万美元。也就是说，5000美元的股权投资，第1年的现金收益为9.2万美元。”

购买了有担保部分贷款的银行必然对支付给BLX公司的10%贷款溢价锱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

铢必较。一旦贷款出现违约，政府将按照账面价值返还贷款所有人所担保的贷款，而贷款所有人则将损失已支付的任何溢价。因此，尽管小企业管理局（它们对违约贷款的追踪根本谈不上效率）并不关注不断上升的违约率，但银行却很在意。结果，银行对于10%的溢价变得犹犹豫豫。最后，BLX公司不得不接受以较低的溢价出售贷款。

随着市场的发展和变化，BLX公司重新设置了销售模式：无溢价出售有担保部分的贷款，提高服务费用，这样一来，早期的违约风险便落在了BLX公司肩上。这一改变不再产生即时的溢价现金，因此，极大减少了BLX公司的现金流。在BLX公司的账簿上，按照BLX公司销售收益的会计处理原则更多地计入了非现金收入，确认了更多服务收入的远期价值估值。

前雇员还向我们提供了购买BLX公司贷款的金融机构的业务代表名单。我们联系了其中的几位，向他们咨询了关于BLX公司的贷款交易的相关情况。我们询问了贷款服务费用率的调整情况——确保贷款人能够利用贷款充分获利，以支付贷款利息和本金偿付的计算方法；评估的充分性；尽职调查的水平；相关股权来源的验证；第一次延误还贷的历史，以及其他相关的话题。

虽然我们联系的大多数业务代表都不愿与我们交谈，但所幸其中有一位乐于谈及BLX公司。他所提供的大量关于BLX公司的信息中，绝大部分得出负面的观点。锡安银行的一位业务代表告诉我们，BLX公司与一些高风险的客户合作，对价格也缺乏敏感性。通用电气金融服务公司的官员审查了很多笔BLX公司提供的贷款交易，但却对信贷风险不甚满意，并以各种各样的原因拒绝了其中的大部分，其中不乏其他银行高价竞买的对象。这位官员评述道，为了招揽客户，避免他们投入其他小企业管理局放款人的怀抱，BLX公司接受了许多存有信贷问题的客户。西部银行也告诉我们，它们审查了BLX公司最新发放的30笔贷款，发现仅有1笔贷款符合信贷资信要求。这样的承销“并非我所适应的”，银行官员告诉我们，并形容BLX公司就像“一间生产办公室。投入，产出，获利。这就是……跟他们打交道的感觉”。

总结我们对各种信息的理解——卡鲁瑟斯的努力、本克实验室的报告、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前雇员的观点、我们的实际调查，以及联合资本披露或不愿披露的信息——很清楚，联合资本所披露的关于BLX公司的信息中存在的问题远远不止于过高的管理费用，以及对其次级贷款高达25%的夸张的利息率。

联合资本希望组建BLX公司来摆脱自身的麻烦，而BLX公司却成为了一个更大的麻烦，不过，联合资本对此心知肚明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOOLING SOME OF THE PEOPLE ALL OF THE TIME

第11章 解约与续约

2002年6月底，伯尔尼·埃贝斯（Bernie Ebbers）统帅的通信巨头世通公司（WorldCom）承认自己发布了欺诈性财务报告。7月，世通公司申请破产。绿光资本对冲基金当时所持有的世通公司的大量资产一夜之间便由40美分跌落到12美分，创造了我们历史上的最大单日跌幅。由于其他市场对世通欺诈报告的负面连锁反应，我们的其他资产也遭受冲击。6月至7月间，我们继续损失7%的资产价值，位居我们基金历史上的第2大跌幅。

与此同时，我厌倦了与联合资本的斗争。我喜欢股票。我享受寻找做多的刺激机会。我是个乐观主义者，乐于参与未来市场长期的积极的走势。我们被曝光的买空交易一直多于卖空交易。媒体开始称呼我为“臭名昭著的卖空家”，对此，我公开声明并不介意。联合资本曾经给我起过的各种绰号，远远比“卖空家”要难听得多。

在我们的投资组合中，联合资本仅仅是其中的很少部分，我最好把精力投入到其他的事情上。显然，本书证明我的决定没有得到执行，但是那确实是我的初衷。我本来想，联合资本一定将就此展开自己的申辩。证券交易委员将一定会调查我提交的材料，之后，或许《华尔街日报》将道出后续的故事。我决定不让自己再充当此事的公众发言人了。本来，我已经吩咐詹姆斯·林就联合资本2002年6月19日发布的新闻准备一份绿光资本对冲基金的回应文稿。现在，我则要求他停下工作。

2002年7月2日，在乘坐火车上班的路上，我打开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了《华尔街日报》的专栏，看到了一篇由小霍尔曼·杰金斯主笔的、关于我们与联合资本所展开的唇枪舌剑的文章。专栏的标题为《一位首席执行官关于“投资者信心”的战争》，文章的详细摘要中写道，“双方对欺诈指控的不同观点的措辞不断升级。”显然，杰金斯站在联合资本一方。

杰金斯并没有就发表该文征求我们的意见。通常来说，作者应该事先征询被文章指名道姓的个人的意见。因为被提及的人会不由自主地猜想，杰金斯在文章发表之前至少是听取过对方的陈述了吧？！后来，我了解到，杰金斯是一位专栏作家，专栏作家遵循的原则并不同于记者，他们可以不受限制地阐述自己的个人观点，并没有义务事先征询相关的意见和反映。

至于这篇专栏文章本身，我则持保留意见。我从来都慎重地避免指控联合资本“欺诈”。事实上，我与杰金斯的措辞完全不同。我用缓和的语言，例如“不恰当”、“非公平交易”等来批评联合资本，有意识地回避“欺诈”一类的词语，因为当时我并不确定联合资本的行为究竟是无意而为，还是纯属故意。

杰金斯在专栏文章中声称，审计员并没有在联合资本的会计处理中发现任何问题，而美林证券则书面声援联合资本为“不断升级的批评进行了值得称赞的防卫”。接着，杰金斯写道，我的演讲“无异于人身攻击”，并将此与接下来的一桩集体诉讼案件联系到一起。在盖棺定论之前，杰金斯写道，“不管怎样，我们都支持沃尔顿先生做出的榜样，这位首席执行官似乎尽力寻找每一个机会来回应针对他个人的任何攻击。”

在阅读了这篇专栏文章之后，我明白，我必须继续与联合资本的战斗了。我坚信，正是联合资本策划了这篇文章。另一位对冲基金经理给我打来电话，告诉我说，兰尼·戴维斯曾夸口说自己“拥有《华尔街日报》的整个评论版面”。我给杰金斯发送了一封电子邮件，请他回复电话探讨他发表的专栏文章。杰金斯稍后给我打来了电话，我告诉他，他援引的事实并不正确。例如，我并没有接触过集体诉讼的律师。我们的通话似乎让杰金斯略感愉快，最后，他提议道，他很乐于更多地了解做空交易，等他8月底度假回来后，我们可以继续探讨。然而，杰金斯对做空交易的好奇显然永远停留在了他的假期里：此去再无音讯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我把这件事情反映到杰金斯的编辑那里。在几通电子邮件和电话后，该编辑建议我给他写封信。几个星期之后，《华尔街日报》以《我们在联合资本公司中的卖空头寸》的标题刊登了我的部分来信。在信中，我写道：

> 我们的来信正式回应小霍尔曼·杰金斯……7月2日于“商业世界”专栏发表的关于我们卖空联合资本公司的文章……我们并非出于卖空联合资本公司的目的以及制定了具体的卖空计划的原因才来指责联合资本公司。相反，正是因为市场对联合资本的众多指责才让我们决定卖空联合资本。
>
> 举例来说，联合资本并没有按照证券交易委员会对1940年颁布的《投资公司法》中关于公允价值的原则的解释来进行资产核算和会计处理。我们发现，联合资本的投资组合中大约35%的部分存在计价超过公允价值的现象，原因是联合资本公司采用了小企业管理局更宽松的评估政策，而不是证券交易委员会的法规。联合资本公司通过与诸如快捷商业信贷公司这样的松散机构之间的非公平交易，产出了劣质的收益，而BLX公司本身的投资组合更是不断恶化。联合资本公司曾反馈说，证券交易委员会的条例“即便谈不上无法遵守的话，也相当困难”，并且“没有顾及企业发展公司以及它们独特的投资组合”的特性，因此，“并不特别适用于企业发展公司的实际情况。”联合资本公司认为，“小企业管理局的指导原则相对于证券交易委员会规定的评估原则而言，极大适用于企业发展公司。”而事实是，我们曾就此咨询过证券交易委员会，并确认企业发展公司应适用证券交易委员会的相关条例而非小企业管理局的指导原则。
>
> 对于杰金斯先生在未征求我们的意见，以及缺乏对相关事实的基本验证之前便做出的对某种阴谋论调的声援，我们倍感惊讶：绿光资本对冲基金并没有与任何起诉联合资本的法律机构进行过任何接触。在我们看来，仅仅根据未经证实的某位首席执行官为自己辩护的言论，便将我们与上述诉讼联系起来的做法，是不负

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

责任的。

第二天，我致信沃尔顿和斯维妮。我在信中指出，我一直避免针对个人的人身攻击，相反，恰恰是他们缺乏相应的职业礼节：

> 我们理解你们不可能认同我们所扮演的告密者的角色。我们不理解的是，你们为什么不采取职业的方式来指出我们的问题，而是毫无根据地进行遮遮掩掩的个人攻击。根据来自媒体的报告，你们雇用了专业的公关公司，专门针对我们进行更深刻的攻击。经过认真考虑，我们决定，不论你们在公关问题上做出什么样的举动，我们都无意加入其中的战场。

在信的末尾，我指出：

> 我们发布了我们的分析报告，并坚信其间未含有任何错误信息。我们收听了你们专门为反驳我们的批评而举行的三次电话会议的录音，并阅读了多个相关的新闻稿件，但是，我们仍然没有找出任何关于我们的研究的事实错误。总的来说，你们的反应一直平淡无奇，对于我们的实质性批评，你们不是断章取义，便是毫无重点地胡乱反驳。不过，不管怎样，如果我们出现任何事实错误，我们邀请你们具体指出我们所犯的事实错误之处。一旦错误属实，我们将公开更正相关记录。

联合资本公司玩弄人名称呼的把戏，有效地把人们对真正问题的注意力转移开来。我并不期望他们收回各种绰号或是对此赔礼道歉。但是，我们在我们的网站上发布了详细的分析报告，我真诚地希望我们的分析报告准确无误。斯维妮在一星期后给出了简短的回信，声称他们的确错了，正如电话会议中所陈述的那样。斯维妮含沙射影地提及了我的“错误言论”，却缺乏确凿的证据。“你攻击联合资本公司是不对的，也是不负责任的；你不是‘告密者’。”斯维妮在信中写道。

鉴于斯维妮拒绝证实任何事实错误，我有理由认为我们的分析报告的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合理性得到了进一步的确认。我需要做的，只是不得不忍受他们对我们提出的批评性攻击——“对个人利益的误导大战”，听起来就像是肮脏的参议员竞选中的劣质口号。几个星期之后，《福布斯》发表了一篇文章，概述了我们对联合资本公司的一些批评。对此，联合资本公司的反应是继续保持个人攻击的风格，公开指责我为“掠夺者”，并声称“我们绝不容许卖空者得逞”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章 是我，还是你说谎的眼神

几天之后，即2002年7月23日，联合资本发布了它的第二季度收入。我们见证过很多起这样的卖空交易的案例，即被卖空公司一边主张卖空方的错误，一边变更它的会计处理原则或是业务实践，致使财务指标前后口径出现差异。联合资本本季度发布的财务报告开始陷入这一流程。

联合资本公布的每股净投资收入仅为41美分（不包括投资的增记或减记，并可与运营收益互换）。第一季度该数字为53美分，去年同期为46美分，分析师的预期则为57美分。几周之前，沃尔顿开始大肆强调扣除不稳定投资组合损益后利息、服务费以及股息流等“经常性收益”的重要性。由于不计息贷款由第一季度的4000万美元翻倍到第二季度的8900万美元，导致利息收入少于预期。以实物支付收入由第一季度的1300万美元，下降到第二季度的800万美元，服务费收入则由1600万美元下降到1100万美元。

显然，联合资本采用了更为保守的收入确认原则。由于联合资本确认了大批贷款的以实物支付收入，因此，我们没有其他的理由来解释本季度出现的40%的缩水。联合资本很可能采用了新的、更保守的原则来进行不计息贷款、利息收入以及服务费用收入的会计处理，并导致相关数据的突然暴跌。联合资本还变更了增记和减记的处理原则：投入星创全球电信公司旗下运营公司的“优质投资”的账面价值由1020万美元锐减到0美元；对亚尔塔的430万美元剩余投资也被计为账面价值0美元。

联合资本还进行了另外价值6700万美元的减记的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会计处理。按照斯维妮的解释：联合资本因为削减制造业投资比重的关系，对相关5家公司减记2060万美元；另有5家公司由于技术开支的问题遭到减记，共计1470万美元；其他两家媒体公司减记770万美元的原因是在所处行业价值的萎缩；最后两家公司则因为遭受“9·11”袭击后的困境，减记1130万美元。联合资本没有解释为什么“9·11”的影响需要9个多月才能够得到确认。我们都清楚，所有这些负面的事情并不可能在同一个季度同时发生，从中反映出的，是联合资本对投资监管的迟钝。

联合资本同时做出了大量的增记调整。事实上，经常性每股收益高达71美分，超出分析师的预期。联合资本历史上一贯采取分期摊销成本的商业抵押背书证券资产，目前价值超过2070万美元，原因是——用斯维妮的话来说，“根据《会计资料编报公告》118号条款，我们以有效的到期收益率为基准，确认该资产的公允价值。”看得出，联合资本仍然不满足于每一笔《会计资料编报公告》118所遵循的，以到期收益率为基准的中级融资的资产评估方式。

在收益发布电话会议的问答时段，来自美国银行一位持看涨观点的分析师唐·德斯迪诺注意到，这是联合资本第一次大规模地调整商业抵押背书资产的评估原则，并就此提问，联合资本是否打算从此启用新的会计实务。“嗯，唐，事实上，我们每个季度都是这样执行的呀。”斯维妮回答。确实如此。

更有问题的是，联合资本把对BLX公司的评估价值提高了1990万美元，并对此给出了我听到过的最费解的解释。本杰明·狄斯累利的名言——谎言有三种类型：谎言，糟糕的谎言，以及统计数据——在联合资本的案例中得到完美验证。首席财务官佩妮·罗尔声称，2002年BLX公司的收入高达8500万美元，息税管理费前利润则为4300万美元，税前利润400万美元，总资产2.86亿美元，总负债1.83亿美元。罗尔提到，金融服务公司应采用净收入来评估。

问题在于，如果扣除联合资本向BLX公司收取的利息和费用，BLX公司的净收入将所剩无几。“至于对BLX公司的评估，”罗尔解释道，“我们决定，如果该公司今天便被出售的话，那么该公司的净收入应当符合收购方可能要求的资本构架。”联合资本本来就拥有BLX公司，当然也就可以根据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己的意愿赋予BLX公司任何的资本构架。如果事情就是这样，为什么不同的所有者要采用更好的资本构建？

“正如你已经了解的那样，除了我们的优先股权投资和普通股权投资之外，我们对BLX公司投入了价值8700万美元的次级债，”斯维妮继续她的解释，“为了评估的需要，我们假定我们的次级债作为股权处理，因此BLX公司将能够扩大它发放优先贷款的规模。”

这怎么可行？完全归属联合资本所有的BLX公司，仅拥有更小规模的优先贷款额度。也就是说，BLX公司优先贷款的发放只有在获得联合资本50%损失担保的情况下才能够执行。为什么不同的所有人将可以获得更好的条件，取得更大规模的优先贷款？

分析在继续。“我们相信，截至2002年年底，BLX公司将能够借入接近1.55亿美元的优先债务，并由资产负债表上的资产所担保……任何时间，BLX公司都保证拥有30%～40%的现金资产或政府担保的利息。”

1.55亿美元的数字从何而来？2.77亿美元资产的35%大约是9500万美元，已经接近BLX公司的最大极限。其他的担保资产究竟何在？（顺便提及，就在罗尔于电话会议中声称BLX公司的资产达到2.86亿美元前的一会儿，联合资本的10-Q报告显示，BLX公司的资产为2.77亿美元。）

罗尔继续自己的解释，“我们计入年度利息成本500万美元，从4300万美元息税管理费前收益中减去该成本后，税前账面利润为3800万美元。”按照这一说法，1.55亿美元债务的利息率为3.25%，接近联合资本为BLX公司的现有银行负债进行担保收取的费用率——该费用由BLX公司连同优先债务一起支付。联合资本假定的所谓更大规模的银行贷款怎么可能以更低的利率获得呢？资信更佳的联合资本自身尚需为自己的债务支付7%的利息。如果BLX公司能够以3.25%的利息率借款1.55亿美元，那么联合资本更可以做到。

“在预算时，我们没有计算支付给联合资本的管理费用，因为整体服务的绝大部分已经完成，而BLX公司的新卖家没有必要承担这样的费用。”罗尔解释道。他们怎么可以不计算管理费用呢？几周之前，联合资本还在解释，联合资本为BLX公司提供根本、价值增值、可清晰识别的服务，因而收取相应的管理费用。这不禁让人怀疑，目前联合资本正在接受审查，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而BLX公司突然不必从联合资本购买那么多的服务了。

接下来，联合资本解释道，它采用3800万美元的数字作为预计税前利润，并在扣除税收后，用于计算市盈率。但事实是，联合资本通过多种方法计算倍数指标，其中包括参照类比公司的交易倍数。联合资本选择的类比公司包括CIT公司、联邦金融公司，以及DVI公司。然而，CIT公司以及DIV公司却参照账面价值来交易。一旦市场按照账面价值而非收益来评估公司，收益率便失去了意义。此外，CIT公司和联邦金融采用的是随时间的推移确认收入的会计准则，按照贷款的生命周期来确认收入，并没有采用销售收益的会计处理，后者在发行日即确认预期的收入。一般来说，市场看重更高市盈率倍数但更保守的会计处理。而在联合资本这一个案中，联合资本把放款人相对较高的市盈率归因于BLX公司低质量的销售收益的结果。

联合资本在给BLX公司添加了1.55亿美元的假定优先债务，以及1500万美元的预期现金流后，将BLX公司的企业价值定格为3.9亿美元。这一切的评估结束后，联合资本不顾当今的市场环境，采用了17%的折扣率核算销售成本——就这样，BLX公司的价值不可思议地又陡增2000万美元。

如此费尽心思的会计实务，使联合资本得以确定，BLX公司的价值为息税管理费前收益的9倍、净收入的65倍，以及账面价值的5倍。65倍的净收入和5倍的账面价值根本经不起推敲：没有人会如此阔绰地评估一项销售收入的证券化机构。现实的状况是，销售收入的证券化机构的市场价值大幅下降，以致在DVI公司破产几个月后，我们已几乎找不到一家上市公司，仍然通过销售收入的证券化来产生和核算其大部分的收入了。

在电话会议的后一段，来自Endicott合伙公司的达赖厄斯·布劳恩重新提出了BLX公司8500万美元如何从销售收入的会计处理中得出的问题。斯维妮回答，她对此一无所知。在布劳恩一再的紧逼下，斯维妮最后回答说，BLX公司的现金收入大约占总收入的50%～70%。这便意味着8500万美元收入中的30%～50%，即2500万～4200万美元的收入为非现金收入。由于销售收入通常与收入一起记账，并不体现边际费用，也就是说，这将意味着BLX公司公布的4300万美元的息税管理费前收益全部为非现金收入（见表12-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表12-1 2002年6月联合资本对BLX公司的评估

（单位：100万美元）

息税管理费前收益	43	a
预计利息	5	$b=h\times3.25\%$
预计税前收入	38	$c=a-b$
预计税费	15	$d=40\%\times c$
预计净收入	23	$e=c-d$
市盈率	9.6	f
股权价值	220	$g=e\times f$
预计债务	155	h
未来现金流	15	i
企业价值	390	$j=g+h+i$
BLX公司债务	183	k
优先Pfd股票	25	l
折扣前股权价值	182	$m=j-k-l$
17%非流动折扣	31	$n=17\%\times m$
BLX公司的股权价值	151	$o=m-n$
联合资本的权益	93%	p
联合资本的股权价值	140	$q=o\times p$

报告中显示：	
息税管理费前收益	43.0
净收入	2.3
股东股权	59.0
优先Pfd股票	25.0
Goodwill	6.0
实际账面价值	28.0

倍数指标：	
企业价值/息税管理费前收益	9.1 x
价格/收益率	65.7 x
股权价格/实际账面价值	5.4 x

几个星期后，联合资本在其10-Q报告中第一次披露了关于BLX公司的部分简要财务信息。对比2000年12月BLX公司组建时的最后一次信息披露的数据，不难发现，BLX公司的债务增加了6500万美元，达到1.83亿美元，由于销售收入的会计处理而产生的被称做“剩余权益”的无形资产，则几乎翻了2倍，达到1.06亿美元。鉴于“剩余权益”几乎达到有形权益的4倍，我们几乎可以认定这样的估值为异想天开的、不可思议的、凭空想象的——绝非有根有据的。

综上所述，BLX公司在三个方面存在问题：首先，BLX公司不恰当地发放贷款；其次，BLX公司采用激进的会计实务夸大结果；最后，联合资本对于BLX公司的评估缺乏合理的基础，即便BLX公司的业务状况和会计结果真实可靠。坦率地讲，我们越了解BLX公司，我们越相信联合资本对它的投资毫无价值可言。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■ ■ ■

联合资本四处找寻机会说服投资者自己并不是什么骗子，并给出证据表明自身行为与其他骗子的差异。联合资本继续支付发行，以证明并不缺少现金。公司内部人士踊跃购买股票，以向市场表明一切正常。会计准则始终保持连贯一致，见证了公司40多年的成功。

这就像是笑星理查德·普赖尔所开的玩笑：“如果你的妻子走进你的卧室时发现你和别的女人躺在床上，这时，你该怎么办呢？否认！否认！再否认！你会相信谁呢？是我，还是你说谎的眼神？”联合资本，正是同样的嘴脸。

除了大量改变会计实务之外，为了维持那些大大咧咧、简单天真的投资者的信心，联合资本管理层不断地加强联合资本连贯一致的会计实务的假象。2002年第二季度的收益发布电话会议上，沃尔顿导入了他对评估的探讨，“我们本着诚实的态度确认投资组合的公允价值的一贯会计处理的结果……”过了一会儿，斯维妮响应道：“就像我们在公开文件中所阐述的那样，我们采用连贯一致的会计方法来评估我们的投资组合，以符合证券交易委员会所提供的指南及行业规范。”在进入问答时间之前，沃尔顿再次重申：“我着重声明，我们将像以往一样，继续采用符合所有规范的一贯、谨慎的评估方法。”

联合资本变更会计原则的事实铁证如山。不良资产、非现金收入、服务费收入、增记和减记等科目都出现了突然的显著变化。几个星期之后，联合资本在其发布的最新10-Q报告中戏剧性地改变了对所采用会计准则的陈述性描述。

联合资本彻底清除了那些为符合2001年年度报告中第一次出现的白皮书而使用的模棱两可的会计语言。取而代之的是，以新的简单用词描述用途，解释基于企业价值的当前销售的检验标准。2002年第二季度的10-Q报告第一次宣布，“对我们的投资合理估值的基础，是投资组合中的公司能够在合理的时间内，在有意出价的各方之间而不是在被迫或清算的情形下，以有序的位置出售的价格。如果我们私人金融投资的资产出现清算的局面，一般来说，我们将出售、重组甚至收购该资产。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着时间的推移，新会计准则的效果开始显现。服务费收入、利息，以及以实物支付收入依旧保持在较低的水平。每一季度所确认的增记和减记的数字更加显著。一直稳定而明确的收益增长变得震荡而不确定。几年来一直呈现线性增长的每股净投资收益，在2002年第一季度达到每股53美分后，扭转了它稳定向上的走势，开始向下震荡或停滞。此后，再也没有回到接近2002年第一季度附近的水平（见图12-1）。

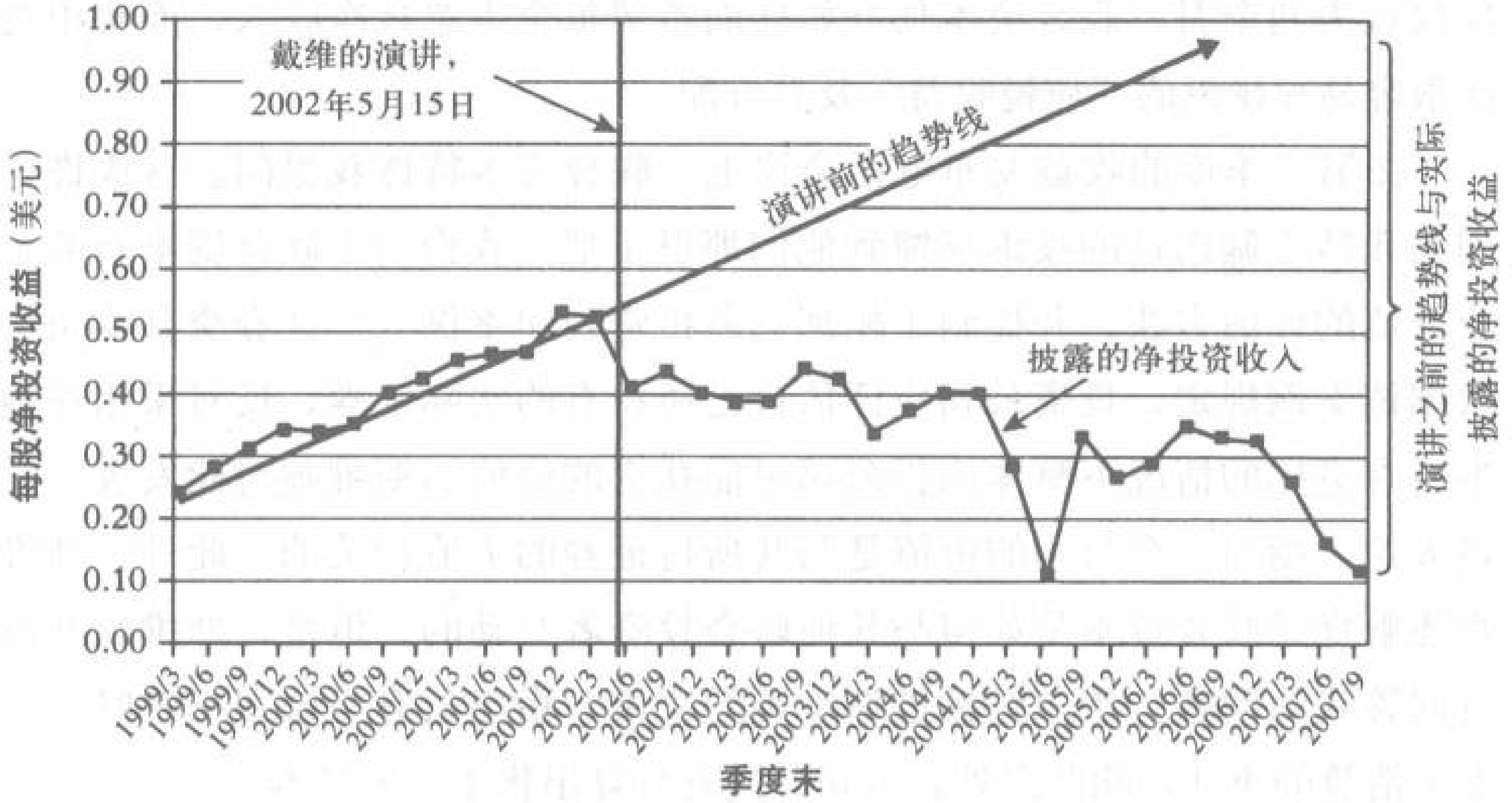


图12-1　季度净投资收益

联合资本不仅改变了评估资产的方法，也希望投资者改变对公司的评价方式。过去，沃尔顿引导投资者关注连续的净投资收入（也被称做运营收入），并注意资本收益良好但不可预测的特性。在新的会计准则下，联合资本的净投资收益不再能够覆盖每季度的收入分配。于是，联合资本转而号召投资者关注应税收入，它包含净投资收入和已实现资本收益两项。最终，沃尔顿宣布，公司将不再提供参考收益，只提供用于税收分配参考的“股息”。

“股息，正如大家所了解的那样，是基于应税收益的，”沃尔顿解释道，“我们发现，税收和公认会计准则（标准会计准则）收益之间的不同步，将弱化我们的公认会计准则收益对股东的重要性……对于联合资本及其股东来说，最实际的一点是，应税收入是股息的基础。尽管标准会计准则收益有益于预测未来的应税收入，但是，我们最关注的将是分配给股东的现金，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它们来自应税收入。”

相对于收益而言，分配更易于预测和管理。分配取决于董事会的判断，仅受公司资金条件的限制。应税收入完全可以通过卖出盈利投资、保留亏损投资的方法来人为调节或最大化，而联合资本正是此道中的行家里手。

5月的时候，斯维妮曾宣称，“我们认为，作为一家上市公司，重要的是如何来评估我们的净收入，净收入将向股东传递我们的盈利能力。”现在，仅仅过去两个月，联合资本便开始转而希望每个人忽视净收入，而集中关注很容易被操纵的“应税收益”及其分配。

在第二季度的收益发布电话会议上，联合资本特许我提问。这或许是因为我精心筛选过的投诉反馈到他们那里了吧。我询问了联合资本新的企业价值的评估方法，并提到了帕那色斯投资公司案例——证券交易委员会依据该案例规定，投资公司应评估自己所持有的实际证券，反对采用在根本没有竞标的情况下整体出售公司可能获得的价值。斯维妮对此发表了长篇大论，指出一个公司的价值是与其所持证券的价值相关的。此外，斯维妮还解释了联合资本是如何与其他联合投资者互动的。但是，斯维妮并没有回答我的问题。沃尔顿插进斯维妮的宣讲，指出只有当公司出售时才会发生清算的事件，除此以外，公司并没有打算出售手中的证券。

我强调，证券交易委员会对当前销售的检验标准的基础，是实际持有的权证，而不是整个企业。我描述了债务权证的价值如何跟随股权的侵蚀而下降的过程。我发现，按照他们的标准，他们将始终能够以同一个价值结转债务，而可以不顾债务实体自身究竟是价值增值还是价值缩水。斯维妮回应道：“我认为你将得到相同的结果。”并继续解释了股权价值的升降如何与企业价值的升降一致。我再次强调，我谈论的是债务工具，而不是股权工具。斯维妮回应说，正是因为股权处于债务的更低层次，因此股权才会第一个受到损害。

最后，沃尔顿不得不出面结束论战：“大卫，我们已经对此进行过详尽的书面和口头的探讨了。如果你愿意给我们打个电话再聊一聊此事的话，我将很乐意。我们将很高兴与你谈论此事，但是我想，现在大家可能需要多方面地了解我们的公司。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOOLING SOME OF THE PEOPLE ALL OF THE TIME

第13章

论战与操纵

随着令人失望的第二季度收益报表的发布，联合资本的股票于2002年7月24日跌落至16.9美元每股，创下了历史上的新低。我于2002年7月31日向证券交易委员会提交了第二份长达15页的最新进展报告。我在报告中论述了联合资本发布的白皮书中的激进言论，并把这些言论与此前的年度报告进行了对比，结果显示，联合资本根本谈不上遵循小企业管理局的准则，更不用说证券交易委员会规定的会计准则。我描述了联合资本关于企业价值评估的会计准则的变换，并阐释了新准则为什么仍然与证券交易委员会的相关规定相悖。我剖析了联合资本对BLX公司的增记处理的不合理，并探讨了联合资本向BLX公司以及西尔曼公司收取的高额利息的问题。我还指出了联合资本所谓其会计准则"前后口径一致"的错误言论。

至于早该做出的估值调整所反映的价值变化究竟应该到什么程度的问题，我请求证券交易委员会施加压力，要求联合资本重新说明收益和损失的实际发生对结果的影响，并公开解释联合资本如何变更自己所采用的会计准则。

我质疑联合资本是否为了保持收入的稳定，对收益和损失进行了人为的匹配。例如，减记从2002年第一季度的1500万美元增加到第二季度的8000万美元，与此同时，增记从1400万美元增加到9900万美元。这究竟是巧合还是联合资本有意创造出增记来匹配减记，或是有意限制减记的金额来匹配能够找出的增记？最后，我附注了一份本克实验室的分析报告，并探讨了BLX公司前雇员（未提及具体姓名）提供的相关信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■ ■ ■

联合资本宣布即将在8月初召开投资人会议。会议将持续几个小时，并安排了个人提问的时间。詹姆斯·林和我飞往华盛顿参加了会议。会上没有出现激烈的论战，但也没有提出任何新的主张。联合资本在主席台上陈列了数位资深的高管人员，以展示管理团队深厚的背景和丰富的经验——场面相当体面。

许多人认为，骗子就长在脸上。老套的骗子看起来就像是歹徒，炫耀着华而不实的珠宝，或是专门晒黑的皮肤。联合资本陈列的管理团队并非如此。他们穿着得体，发言得体，听起来很真诚，看起来像是好人。事实上，他们甚至可以说很有魅力。

我最喜欢的某些电影，包括《老千计状元才》以及《花心大少》等，里面的骗子都是说话体面、富有魅力、自信的人。或许，我曾经历过的现实生活中的许多丑闻背后的某些首席执行官们也可以归入这样的类型吧，例如保险业巨头康赛科公司的加里·文特、日光公司的阿尔·邓拉普、阿兰制药公司的唐纳尔·吉尼等，更不用提世通公司的贝尼·艾伯斯，以及安然公司的肯·莱。

我曾想，当证券交易委员会根据我的函件进行追查时，它会打来电话索要BLX前雇员的联系方式。然而，该机构没有任何人与我们联系。对他们缺乏兴趣和不够勤勉的表现，我感到失望。

联合资本没有辩解遭到的批评，相反，它为自己的核心听众们上演了一出好戏。就像是改版的巴纳姆[⊖]，又如麦克·萨皮罗（Mike Shapiro）的

“记住，你可以一直愚弄某些人。这些人正是我们需要集中精力关注的。”

⊖ 著名的杂技师。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

漫画，“记住，你可以一直愚弄某些人。这些人正是我们需要集中精力关注的。”联合资本的形象更积极，甚至很友好。会议上几乎没有提到与我们有利害关系的问题。

然而，联合资本很畏惧失控的问题和回答。大多数投资者都会安排大量的问答时间。而这次会议，联合资本仅安排了半小时的问答时间，而且要求询问的问题必须写到一张3×5寸的索引卡上。投资者关系部部长苏珊娜·斯帕罗负责收集提问卡，并避重就轻地进行选择，然后以自己的措辞向沃尔顿进行提问。我写满了四张卡片，并签署了自己的名字，但没有一张卡片被斯帕罗选中。

斯帕罗向沃尔顿提问，在新颁布的《萨班斯法案》下，他是否可以签署金融文件。沃尔顿指出，他对此没有任何忌讳，“一不做，二不休”嘛。

以这样的问答方式，联合资本完全可以高枕无忧。当问答时间快被消耗掉的时候，沃尔顿以绝佳的机会重击出全垒打，他抬头看着斯帕罗说道，“我很乐于再回答一些问题。”会议室里发出了一阵抱怨声，不过，人们还是开始准备去午餐了。

午餐则更有意思。联合资本的执行董事、本次会议的发言人之一罗伯特·朗在我们已开始用餐时向我走来。他告诉我，我们共同的朋友克里斯·福克斯，在打理克莱梅尔投资公司。我1994年便认识福克斯。朗坐了下来，加入我们的午餐。

除了朗之外，与我们同桌的还有一位年轻、雄心壮志的分析师，他来自一家联合资本持股的共同基金。他直言不讳地告诉我，我们对联合资本的看法是错误的；联合资本马上将公布重大消息，届时所有做空将全军覆没。他还暗示我，他与联合资本管理层的亲密关系让他拥有资讯的优势。朗坐在我的旁边，也试图说服我，我们对联合资本的看法是错误的。不过，朗至少还是位真正的绅士，他承认我们的分析报告中提出了许多很好的意见。

我询问了关于第二季度报告中突然出现增记和减记的原因。朗告诉我，联合资本采用了更干脆的处理方法。他继续解释道，联合资本受到了管理部门施加的巨大压力。联合资本曾告知所有人，证券交易委员会同意它的所有做法，而我们的投诉毫无依据。现在，我从内部得知，联合资本并没有采用统一的评估方法。不过，好消息是，证券交易委员会有所动作！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我向朗质疑有关关联方费用，来自BLX公司的利息的问题，并指出其中的蹊跷。就像我在第11章中阐述的那样，朗的解释是，BLX公司应当会被兼并。联合资本完全可以这么做，只要它愿意。朗的陈述正是我此行的亮点。我离开了会议，乐观地想，监管系统已经启动，联合资本终将自食其果。

投资者大会后，我很快接到了另一位专业投资者的电话。他阅读了我们的调查报告，验证了自己多年来对联合资本的怀疑。他十分了解联合资本对ACME的投资情况。

根据证券交易委员会的备案，联合资本对ACME的原始投资1997年年底到位。当时，联合资本认为，这笔投资中被称做“有限合伙利益”的股权部分将获得一个良好的收益。2000年第一季度，联合资本修改了该收益，并在第三季度将这一“有限合伙利益”减值为零。与此同时，联合资本以成本结转相应的债务投资。2001年第四季度，联合资本追加了额外的股权投资，并且直到2002年的第三季度为止，每个季度都在不断增加债务以及股权投资。

这位投资人告诉了我们事情的真相。据他说，ACME是一家陷入困境的巴西寻呼运营商。来自手机市场的竞争，以及巴西货币的贬值让公司伤痕累累。巴西整个国家也陷入严重的经济动荡中。ACME寻呼早在2001年便开始打包出售，但一直没有找到买家，最终，不得不资产重组。

股权持有人纷纷离场，并向联合资本拱手让出自己的份额，结果，就像上面提到的那样，联合资本不断增加了自己的投资。根据联合资本提交证券交易委员会的备案，联合资本继续按照成本估值ACME。根据这位老兄的观点，联合资本并没有及时确认这笔投资的损失，而是从2002年第四季度开始，逐渐进行减记，直到2005年第一季度结转ACME的价值为0（见表13-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表13-1 ACME

（单位：1000美元）

日期	债务投资		股权投资		备注
	成本	价值	成本	价值	
1999年12月31日	6 618	6 618	1 456	2 100	未实现收益
2000年3月31日	6 714	6 714	1 456	1 456	撤销收益
2000年6月30日	6 811	6 811	1 456	806	
2000年9月30日	6 961	6 961	1 456	—	减记为0
2001年9月30日	6 989	6 989	1 456		
2001年12月31日	6 992	6 992	3 640	2 184	
2002年3月31日	7 743	7 743	3 640	2 184	
2002年6月30日	10 205	10 205	3 717	2 261	再次资本化前贷款：未做减记
2002年9月30日	3 525	3 525	13 301	11 846	再次资本化：未做减记
2002年12月31日	3 750	3 750	13 301	9 250	渐进式的减记
2003年3月31日	4 042	4 042	13 301	7 750	渐进式的减记
2003年6月30日	4 265	4 265	13 301	6 525	渐进式的减记
2003年9月30日	4 395	4 395	13 301	6 087	渐进式的减记
2003年12月30日	4 496	4 496	13 301	2 586	渐进式的减记
2004年3月31日	4 578	4 578	13 301	2 427	渐进式的减记
2004年6月30日	4 631	3 634	13 301	1 819	第一次出现债务减记
2004年9月30日	4 631	2 398	13 301	1 742	渐进式的减记
2004年12月30日	4 631	—	13 301	1 230	渐进式的减记
2005年3月31日	4 631	—	13 301	—	投资价值总额为0
2005年6月30日	4 631	—	13 301	—	
2005年9月30日	4 631	—	13 301	—	
2005年12月31日	4 631	—	27	—	实际损失1 380万美元
2006年12月31日					实际损失470万美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOOLING SOME OF THE PEOPLE ALL OF THE TIME

第14章

回报股东

在一个非人格化的匿名市场上，我们很希望了解站在我们投资对立面的人的想法。为了获取成功，我们希望，通过深入的分析和更好的资讯，我们能够比那些反对我们观点的人拥有更多的优势。我们知道，联合资本的大多数投资者都是个人投资者，其中许多人多年持有联合资本的股票并获取税收分配。他们很可能从不像我们一样进行深入的分析，并将一直持有该股票直至公司亲自承认出现问题。

联合资本常常提及它的机构投资者名单，以此证明经验老道的专业机构持有公司的股票。投资者大会后不久，我们来自瑞银集团的机构承销商埃德·彭特，安排我与他的另一位客户瓦萨奇公司进行了会面。瓦萨奇是一家共同基金公司，也是联合资本的第二大股东，持有联合资本公司500万股股票。瓦萨奇拥有精良的业绩及卓越的声望。彭特认为，瓦萨奇主管联合资本的基金经理和我之间的交谈将让我们互相受益，而这位基金经理竟然是山姆·斯图尔特博士，瓦萨奇的创始人。

瓦萨奇的办公室就在街下面，于是，詹姆斯·林和我带上装满我们的研究结果的公文包一路走过去。我们在会议室与彭特和斯图尔特见面。除了一份便笺和一支笔，斯图尔特什么都没带。“好吧，”他首先说道，“我们开始吧。”

我原以为这是一次双边的对话，于是，我问他，“首先，你认为我们的分析报告怎么样？你在其中发现错误了吗？”他回答说，他并没有阅读过我们的分析报告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管我可以相信，联合资本的股东很可能都太忙而无法阅读我们在网站上公布的详尽的分析报告，但我很难想象，作为联合资本第二大股东的专业机构，会与我们会面但同时承认自己毫无准备。

于是我问斯图尔特，他为什么持有联合资本的股票。斯图尔特回答说，在艰难的市场环境下，他觉得最好持有大量高收益的股票，而他对联合资本的持有确实是“一揽子持股计划”中的一部分。他没有做过类似我们的研究，但是，他曾与联合资本的管理层交谈。“他们似乎很真诚，”斯图尔特说道，“在他们的背景里，你发现任何欺诈记录或是违法行为了吗？”

“没有，在联合资本没有，”我回答道，“但在BLX公司有。”

我决定，如果他来参加会议但又没什么可说的，那么我们就没有必要深入谈论细节了。我简单地描述了我们已做的工作，提出了一些要点。斯图尔特没有太多的反应。

于是我礼节性地告诉他，在他阅读过绿光资本对冲基金的报告后，希望他与我们探讨此事，我会很乐于进一步的接触。在他的要求下，我们随后给他送去了我们制作的Excel表格，里面收录了联合资本的历史评估纪录，这样便可以避免斯图尔特的重复工作，而且可以直观地看出联合资本增记和减记的模式。

我离开了瓦萨奇的办公室，对于我们所面对的局面有了一种新的感悟。这并不是投资者理解或是反对我们的观点的问题。除了中小投资者之外，联合资本的其他投资者都是管理着许多个人资金的大型基金——他们全都太忙或太懒，以致无法关注细节，更不用说什么税收分配了。我再也没有从斯图尔特那里得到任何音讯，但是几个季度后，我发现，他的基金卖出了所持有的全部联合资本的股票。

■ ■ ■

多年来，我一直听到很多关于公司操纵自己的股票并最终引起股票贷出市场的混乱的传闻。可借股票的突然短缺完全可能迫使卖空商平仓——不管它是否愿意，并引起股票价格的突发性暴涨，即所谓的逼空。就在我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的演讲后大约一个月，沃尔顿在联合资本的网站上发布了一封致股东的信："最后，你可以帮助我们保护你在联合资本的投资。如果你持有存在经纪人账户的股票，那么请你要求你的经纪人把你的联合资本的股票从'保证金账户'转移到'现金'账户。这样，你将可以防止经纪公司把你的股票借给卖空商。我自己的股票账户便做了这样的处理。你直接持有的股票将无法被经纪公司动用，也就不存在被借用的危险。"

这究竟能如何保护投资者在联合资本的投资？传统的常识告诉我们，这纯属无稽之谈，因为对联合资本的投资价值取决于联合资本投资组合的盈利表现，而不应该与股东是否将股票出借给卖空商扯上关系。沃尔顿真正的目的，是想通过股东召回出借给卖空商的股票而达到逼空的效果。如果卖空商无法找到其他的股票出借人，那么为了归还借来的股票，卖空商将不得不以任何市场价格买入股票。在我看来，如此费力地协调股东的行动，无异于公然试图操纵市场。然而，到目前为止，证券交易委员会并没有对此进行追究。一般来说，致力于类似行为的公司背后一定出现了严重的问题。

有些人认为，股票拆分、股息派送以及配股可以引发逼空。事实并非如此，因为股份清算机制可以对此进行调节。2002年8月，联合资本向证券交易委员会递交了配股的申请，以期再次操纵清算系统。联合资本公开的陈述是，"回报长期股东。"

如此蓄意的配股行为对我来说，既不是前无古人，也不会后无来者。根据联合资本的计划，联合资本将发行允许股东按照某个既定价格认购更多股票的"不可转让"配股股权，条件是股东必须先执行配股股权。设定非转让配股股权的做法，似乎表明联合资本在试图把清算和交割程序复杂化，以达到迫使卖空商平仓的目的。我们的清算经纪人高盛公司便曾提醒我们，市场参与者相信，联合资本正是利用非转让股权来制造逼空。如果股权不可以转让……联合资本认为，卖空商将无法制造出股权以归还股票借出者。联合资本错了，清算机制完全可能对此进行调整。

根据联合资本的配股说明，希望行权的股东必须保证在登记日到行权日期间，持续持有股票。一般来说，设定"登记日"的目的是便于股票持有者在登记日参与公司行为。这里，联合资本却提出了闻所未闻的条件，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那就是，如果你在登记日后卖出你的股票，你将被没收授予的股权。

行权的价格将在股东证明自己连续持股的期间决定。联合资本希望制造出一种没有卖方（如果你出售股票，你将丧失股权）的局面，而这无疑导致股票价格上扬。然后，联合资本将在这一人为溢价的基础上稍微打折，便定出股权的价格。这样的做法势必倍加伤害那些随行就市的卖空商，并诱使现有股东按照溢价小幅折扣后的价格认购股权。由于投资者只有在承诺行权之后才能够了解具体的购买价格，因此，即便购买价格超出预期，投资者也将无能为力。最后，溢价收入将归入联合资本囊中。

如果图谋未能得逞，公司已给自己留出后路：如果股票的价格不升反降，公司还可以取消股权配售，只要返还投资者申购款即可，而无须支付利息。当然，在当前的市场环境下，董事会并不会向股东给出是否行权的建议。

2002年9月3日，在写给证券交易委员会的另一封信中，我陈述了对联合资本操纵股权配售的怀疑。我并不知道自己的信件是否能够有所作用。不过，联合资本修改了配股说明，取消了股东必须在登记日与行权日之间连续持股的要求。联合资本还明确设定了行权价格，即股权到期当日市场价格的93%。最终，投资者不再需要为了保留股权而延长股票的持有时间了，也不必承担以未知价格行权的不确定风险了。联合资本授予股东每20股购买1股的配股权，同时还给予股东“额外申购”的权力，即申购其他股东放弃购买的配股股权的机会。

在最终的配股说明书中，联合资本不再提及配股的目的是“回报长期股东”。相反，它是这样描述的，“董事会确认，配股符合我们的最大利益以及股东的最大利益。本次配股期望通过向现有股东授予以低于市场的价格购买额外股权并免除佣金和费用的方式来回报长期股东……董事会不对是否行权提出具体的建议。”购买者要注意了。

如果配股的目的是回报长期股东，那回报的也只能是管理层和董事们，因为大部分股东都决定放弃配股。根据代理人的统计，19位公司内部人员被授予购买123 000股配股的权力，其中还不包括额外申购的股权。他们作为一个团体，行权配股数量约占总配股数量的1/3，但总体来说，却少于他们每个季度擒获的税收分配支票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提到内部购买，联合资本管理层在我2002年5月15日发表演讲后到2002年年底之间进行过几次小规模的操作。就像一位联合资本的股东问我的那样，“联合资本的内部人员一直只买不卖。事实上，我看到的最后一笔内部人员的卖出交易发生在一年前。看起来，这似乎不像是有所隐瞒的管理层的行为。如果真的像你暗示的那样，他们在试图遮掩一些有可能影响股票价格的负面信息的话，那么，对我来说，我很费解他们为什么要追加投入自己的钱去冒险呢。”

当然，这是直观和符合逻辑的分析。我同意，内部购买通常意味着看涨。但是，仅就联合资本的情况来说，内部人员的购买与其他参与者的金融手段关系很小，相对于内部人员在公司的利益而言，他们的购买仅仅起到“向市场发出信号”的作用，以此赋予诸如向我提问的散户投资者某种保证而已。享受折扣价格并不是内部人员增加利益的实质所在。

2001年，沃尔顿经营联合资本的现金报酬为240万美元，股票报酬大约为1000万美元，外加更多的股票期权。对于他来说，投入区区46 000美元来购买额外的2000股股票很难说是对公司业绩增长的承诺。（沃尔顿在我演讲后很快申购了配股，共行权接近11 000股，把接近一个季度的分配再投入到了股票。）考虑到沃尔顿与配股结果的干系，46 000美元简直就是一则廉价的“定心丸”广告。

如果内部购买可以确凿地预示上涨，那么，萧条时期，黑心演员将可以利用内部购买来建立虚假指示器。来自泰科公司的柯兹洛斯基和史沃兹，于2002年1月每人出资大约1500万美元向市场表明内部购买。2005年6月，柯兹洛斯基和史沃兹被23个法庭中的22个法庭判处大型盗窃罪、共谋罪、伪造商业记录罪，以及违反商业法等罪名成立。他们最终被判处罚款和归还款项2亿美元，外加漫长的牢狱生涯。

■ ■ ■

2002年8月，哈佛商学院教授安迪 · 帕洛德教授打来电话，询问我是否愿意参与他的课堂。他听说了绿光资本对冲基金对联合资本所做的工作，希望我来讲述整个故事。我调查了帕洛德的声誉——很好，于是我同意了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10月，我来到了帕洛德教授的课堂。帕洛德与他的学生们探讨了绿光资本对冲基金对联合资本的分析。我则在最后15分钟回答学生们提出的种种问题。帕洛德的演讲似乎支持我们的观点，学生们的反应则比较混杂。课堂材料包括我们发布在网站上的分析报告，该报告类比安然公司与其合作伙伴埃皮特的关系，探讨了联合资本与BLX公司之间的问题。一位同学认为，这样的类比不公平，其他同学则点头认同。

我解释道，我们认为可比性在于，两个子公司都是被控制型的、紧密的实体，都对母公司的收益做出贡献，但经营状况都不够透明。在两个案例中，母公司都对子公司进行金融担保。在埃皮特的案例中，担保来自安然股票的抵押；在BLX公司的案例中，担保则来自股权投资和债务担保。全班同学没有一个人对此提出质疑。帕洛德教授最后告诉我，他将撰写一个研究案例，并将邀请联合资本讲述他们的观点。

就在我停留波士顿期间，我了解到德意志银行开始全面研究联合资本，并将其评级为“卖出”。这真让人惊讶！分析师很少敦促投资者卖出股票。如果他们不喜欢某只股票，他们通常三缄其口，或只是告诉投资者不要再买进，并将该股票评级为“持有”。“卖出”的评级通常会惹恼企业以及机构投资者，给分析师个人招致麻烦。

在一项非同凡响的提议下，一向行动迟缓的纽约证券交易所迅速决定，就“卖出”评级展开调查，严肃责问马克·艾伯特（发布“卖出”评级的分析师，德意志银行负责绿光资本对冲基金的机构销售专员）。在联合资本的投资者大会上，这位销售专员恰好就坐在我的旁边。联合资本当然不会放过任何一个共谋的机会，对此大喊违规。纽约证券交易所提审了这位销售专员暨分析师，询问绿光资本对冲基金是否影响了他的报告。

我们并没有参与任何建议。我仅仅是在几个月前与艾伯特有过一次简短的交谈。我根本不知道他是否赞同我们的观点，更没有指示他平仓联合资本的股票。纽约证券交易所的调查无疾而终。

对此，艾伯特总结道：“这真的很讽刺，尤其是在当今的研究领域，堂堂的纽约证券交易所居然会调查一个小小的卖出评级，还有什么能比这更好地迫害独立思想呢？从开始就很清楚，我无疑受到了接受卖空商佣金的指控。我猜想，联合资本正是这一切的幕后推手。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据绿光资本对冲基金的德意志银行的销售专员的说法，联合资本对于“卖出”的评级十分不安，竭力想撤销这一评级。到年底的时候，联合资本终于如愿以偿——艾伯特离开了德意志银行，而德意志银行也停止了对联合资本的平仓。几个月后，联合资本授权德意志银行——此时的德意志银行再没有一个分析师平仓联合资本的股票了，而德意志银行尽管从没有为联合资本承销过任何股权，但承销至少5只股票股权中的第1只，从中，德意志银行至少可以得到数百万美元的服务费用收入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第15章

精确地说，BLX公司究竟值多少

股权和高收益债权市场在世通公司欺诈案件后，于2002年第三季度遭到重创。联合资本发布季度报告，每股净收益出人意料地好，仅比分析师的预期低几美分。由于以实物支付收入剧增，运营收入甚至取得增长。此外，本季度联合资本再次大量计入增记和减记——得出良好的结果。最值得注意的是，联合资本以恒定值持有对BLX公司的投资。很难想象联合资本如何得出这样的判断，要知道，联合资本用做参照评估BLX公司价值的3家上市公司的股票价格在本季度内下跌至平均32美分每股的水平。

2002年10月22日的收益发布电话会议上，联合资本谈到了来自控股公司的持续收入。按照斯维妮的说法，“如果增加利息收入的前提是不断地定期给予资金支持的话，我们宁可不要这样的利息收入，因为我们认为，我们似乎在增加利息收入的同时还要投入更多的资金。”在这样的情况下，联合资本如何确认来自BLX公司的收入呢？联合资本递交证券交易委员会的材料揭示，BLX公司不断烧掉现金，并需要持续注入资金来维持运营。联合资本定期投入BLX公司所需的资金，包括直接的新生投资以及间接的银行贷款担保。

电话会议的最后，沃尔顿公布了税收的分配意向。公司预计2002年每股派现2.20美元，2003年年增长率5%。此前，公司的目标是年增长10%。管理层在电话会议上解释说，10%作为长期目标来说过高。接着，又进一步解释说，2002年，投资收益的80%用于派现，2003年，该比例将提高到85%。这就意味着2003年净收益为每股1.95美元。但是，当2003年尘埃落定的时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候，联合资本的净收入仅为每股1.65美元。联合资本用额外的资本收益弥补了其间的差额。通过这样的做法，联合资本力图说服股东，收益是收益，派送是派送，与公司的投资情形无关。事实上，联合资本开始辩解说，净资本收益更优于净投资收益，因为它们有利于投资者适用于更低的税率。5月间，沃尔顿曾提出过相反的（更符合惯例的）观点：净投资收益优于资本收益，因为前者更易于预期。

联合资本否认自己在BLX公司的问题上存在误导性言论。在2002年9月美洲银行的投资者大会上，有人问及BLX公司资产负债表上出现的1亿美元的剩余资产，斯维妮告诉听众，“我巴不得出4亿美元现金购买这个1亿美元的剩余资产。”这一回答不禁让人产生BLX公司在隐藏剩余资产价值的错误印象。然而，4亿美元这一数字的背后却是荒谬的“没有出现过违约贷款或提前还贷”的前提。联合资本没有兴趣与投资者分享实际的提前还贷和违约贷款的情况或是历史纪录，更不容许投资者据此自己判断公司的价值。2002年11月，在一次由投资银行皮珀·贾弗雷主持的会议上，斯维妮进一步告诉投资者，BLX公司的小企业管理局贷款的“执行情况与全国的水平相当”。

■ ■ ■

我向来自《纽约时报》和《华尔街日报》的记者提供了本克实验室的分析报告，由他们转交给曾联系过我们的前BLX公司高管。此外，我还向他们描述了联合资本对BLX公司价值的浮夸。我知道《华尔街日报》的杰西·艾森格曾调查过联合资本。时间过去了很久，却没有看到相关的报道文章——他拥有的独家报道时间已经过去很久了。我开始相信，不会有这样的文章了，于是我决定自己来撰写整个故事。几个月前，财金新闻网站TheStreet.com曾邀请我投稿。我接受了他们的邀请，写了一篇由两个部分组成的文章，标题是《联合资本纸牌屋里的王牌》。文章于2002年12月10日和11日在网站上正式发表，着重讲述了销售收益会计准则及BLX公司贷款业绩的问题，质疑了未合并BLX公司报表的做法，重申了联合资本对BLX公司价值的荒谬评估。与此同时，我们在网站上添加了本克实验室的分析报告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这篇文章的反响我们无从考量，没有一家经纪公司的分析师对此进行过任何评论。股票的价格，当时的交易价格为每股22美元，也没有出现任何反应。联合资本的管理层也很可能认为，大可不必做出及时的反应。两个月后，在探讨第四季度经营结果的电话会议上，罗尔做出了响应，“我们注意到市场上出现的一份我们认为并不精确的报告，其中谈论了BLX公司以及它的7（a）贷款组合的质量问题。”同样，罗尔并没有具体指出不精确之处，但提到，根据BLX公司自己的数据，过去5年来无担保贷款部分的损失不超过1%，总体表现优于全国平均水平。

大约两年之后，我才明白本克实验室数据所显示的违约贷款与联合资本所描述的“损失”之间的不同。当贷款延期偿还超过60天，小企业管理局将视之为违约贷款。BLX公司将通知小企业管理局并申请小企业管理局兑现担保，支付贷款款项。但是，BLX公司仍然继续努力追讨或是解决违约贷款，不论需要多长时间，哪怕几年。BLX公司和小企业管理局都把这样的贷款计为“损失”，直到贷款得到完全解决。因此，BLX公司的“损失”总是“很小”，因为它总是不及时解决违约贷款。

不过，公开探讨联合资本利益的并不是我，而是另有他人。来自达拉斯市的退休地产商吉姆·布里克曼，通过电子邮件进行了自我介绍。鉴于他在小企业管理局借贷方面的背景，有人向他推荐了绿光资本对冲基金的分析报告。布里克曼服务于一家资信委员会，负责阿姆斯科公司（总部位于达拉斯的一家放款商，已于2001年破产）小企业管理局贷款的资产清算和评估。在投资银行华利安的帮助下，布里克曼积极寻找买家。但清算的结果表明，阿姆斯科的残值已不及账面价值的零头。于是，在确认该小企业管理局贷款平台根本不值65倍的收益率或是5倍的账面价值，尤其是资产负债表中剩余资产里的账面价值倍数后，布里克曼开始联系BLX公司探讨此事。

剩余资产的价值将按照预计的未来现金流的现值计算，预计则取决于各种假定。从历史上看，许多公司采用的假定都被证明过于乐观，并导致未来的减记。因此，投资者应采取怀疑的态度看待剩余价值。联合资本坚决拒绝提供BLX公司用于评估剩余资产的各种假定，这不禁引起了布里克曼的进一步怀疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布里克曼所发的电子邮件的开头是对一段漫长对话的描述。我花费在联合资本上的精力可以算得上无以计数，布里克曼的投入却还要更多——他已经退休了，孩子们也已经长大了。就像他看到的那样，“这些家伙自以为凌驾于法律之上。”布里克曼最终成为了一位搜寻各种公开记录、分析各种信息的专家，以及一位确认联合资本和BLX公司存在问题的主要合作者。他也是我见过的最有辩才的侦探。他像我一样，在发现联合资本所有勾当的过程中——如何发展，如何坚持，经历了从惊异到震惊再到沮丧的所有情绪。

他的第一个重大发现涉及联合资本的两项投资，即美洲银行电信公司和美国仙童半导体公司，它们都在2003年年初申请破产。破产文件指出，2001年美国仙童半导体公司在远见银行的600万美元贷款出现违约，并于2002年1月起停止支付联合资本次级债务投资的利息。尽管如此，联合资本仍然在2002年全年以成本价值评估美国仙童半导体公司的债务投资，并以未实现收益结转联合资本对美国仙童半导体公司的担保。2002年12月，联合资本将担保减记为0，甚至在美国仙童半导体公司进入破产程序之后，联合资本还在2003年3月以成本价值结转对美国仙童半导体公司的贷款。终于，2003年6月，联合资本开始对贷款减记（见表15-1）。最后，在联合资本的投资翻倍之后，美国仙童半导体公司终于得到改善，并于2005年为联合资本带来了盈利。

布里克曼在美洲银河电信公司上所做的工作表明，这无疑又是联合资本无视现实的一个案例。还记得斯维妮曾嘲笑卖空商，没有对美洲银河电信公司做好基本的功课。尽管这是联合资本的第三大投资，但是联合资本并不觉得有必要通过发布新闻的方式来披露公司的破产，例如在公司的收益发布会或是10-Q报告中通报。联合资本似乎总是报喜不报忧，例如，就在美洲银河电信公司破产前后，联合资本分别发布了两则收益公告：转让赛贝安佩获得700万美元收益，卖出莫顿·格罗夫制药厂获得840万美元收益。

破产文件显示，美洲银河电信公司仅有600万美元的收入，现金流为负数。尽管《远离华尔街》曾给出过美洲银河电信公司的分析报告，但是，我们仍然怀疑美洲银河电信公司究竟是否曾经有过盈利。即便斯维妮曾宣称，关于美洲银河电信公司的批评纯属无稽之谈，但是，联合资本却在2002年6月对美洲银河电信公司减记500万美元，9月减值900万美元，12月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

减值500万美元，最后仅剩下2000万美元。这无疑是一宗联合资本采取渐进减记来平滑结果的经典案例。沃尔顿在2002年第一季度的电话会议上被问及美洲银河电信公司。沃尔顿甚至没有承认美洲银河电信公司破产的事实，他指出，美洲银河电信公司经历了管理变革，而他认为美洲银河电信公司的商业模式是“有趣的、欣欣向荣的”。我们从未了解到美洲银河电信公司的商业模式如何有趣。

表15-1 美国仙童半导体公司

（单位：1000美元）

日期	债务投资		股权投资		备注
	成本	价值	成本	价值	
2001年12月31日	5 872	5 872	280	2 378	未实现收益
2002年3月31日	5 889	5 889	280	2 378	停止支付利息，未撤销收益
2002年6月30日	5 906	5 906	280	1 100	
2002年9月30日	5 924	5 924	280	1 100	
2002年12月31日	5 942	5 942	280	—	担保减记为0
2003年3月31日	5 954	5 954	280	—	申请破产，债务未出现减记
2003年6月30日	5 954	5 426	280	—	第一次债务减记
2003年9月30日	5 954	3 534	280	—	
2003年12月31日	13 120	10 700	280	—	资本重组，投资翻番
2004年3月31日	13 120	10 108	280	—	
2004年6月30日	13 099	10 089	280	—	
2004年9月30日	11 347	11 347	2 841	72	业务转换
2004年12月31日	10 871	10 871	2 841	2 123	
2005年9月30日					实现收益1 620万美元

破产的预期表明，美洲银河电信公司的业绩有望进一步下滑。时间证明，实际的结果比预期更为糟糕。到了2005年6月，联合资本原始的5000万美元投资被计为未实现损失5000万美元。在美洲银河电信公司破产期间，联合资本额外投入了800万美元，也按照800万美元的数字结转入账。作为售出盈利投资、保留亏损投资战略的一部分，联合资本选择不去承担5000万美元的已实现损失，这倒是为股东提供了有效的避税手段，而是减少联合资本的应税收入，并进而影响到派送。因此，联合资本将美洲银河电信公司的名字变更为埃维投资公司，注入额外的7800万美元，用于一项非相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关领域的收购，随后继续减记1500万美元。这无疑是联合资本不惜牺牲利益以满足眼球的经典之作（见表15-2）。

表15-2 美洲银河电信公司

（单位：1000美元）

日期	债务投资		股权投资		备注
	成本	价值	成本	价值	
1998年12月31日	30 703	30 703			原始投资
2001年9月30日	44 967	45 717			金额增加，随着时间小幅地增记
2001年12月31日	48 869	39 217			第一次渐进性减记
2002年3月31日	48 863	39 221			
2002年6月30日	48 433	34 010			6月，斯维妮攻击市场的批评
2002年9月30日	48 989	25 000			渐进性减记
2002年12月31日	48 989	20 000			渐进性减记
2003年3月31日	49 704	20 000			申请破产
2003年6月30日	49 704	12 712			渐进性减记
2003年9月30日	50 204	12 712			
2003年12月31日	50 698	12 712			
2004年3月31日	50 697	10 680	350	—	渐进性减记
2004年6月30日	50 697	7 789	1 350	—	渐进性减记
2004年9月30日	11 000	7 527	43 350	—	大部分债务股权化
2004年12月30日	11 000	7 517	43 350	—	
2005年3月31日			57 350	7 049	剩余债务股权化
2005年6月30日			57 356	7 661	回避已实现损失
2005年9月31日	50 365	50 365	86 693	22 023	更名为“埃维”；增加投资，用于收购
2007年9月30日	44 423	44 557	119 836	82 777	不断增加投资，仍然保持账面价值

联合资本甚至还向它的另一项投资委派了董事会代表——消费型清洁产品公司（安德克斯品牌）。安德克斯的前任首席执行官托德·维奇曼，于2003年年初致电我们，告知安德克斯违反了银行贷款条款，但获得了豁免，并于2002年第二季度获得了联合资本的追加投资。虽然联合资本追加了700万美元，以保护被监管的1亿美元投资，但是，联合资本却没有对原始投资减记。就在接下来的第三季度，安德克斯再次面临二次协议违约的可能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

维奇曼告诉我们，联合资本向安德克斯管理层施加压力，要求公司伪造财务声明以掩盖违约贷款的事实。据维奇曼说，管理层拒绝合作，但认真地记录了联合资本非正当的请求。

电话中，维奇曼还告诉我们，“由于我是首席执行官，所以事情必须征询我的同意。对此，我坚决抵制，并出于保护自己的目的把这一请求记录在案……要求我做的事情违背标准会计准则……我不能透露细节，但是事实毋庸置疑……我们的首席财务官给联合资本送去了措辞严厉的便条，指出这是黑白分明的大是大非问题。”

维奇曼指出，联合资本希望卖掉安德克斯。他建议我们摆出竞买方的姿态，在我们的尽职调查期间，收集联合资本不法行为的证据。对此我没有兴趣，相反，我告诉了证券交易委员会维奇曼提供的信息，并希望它去落实联合资本的企图。我不清楚是否会有进展。与权威机构对话，越来越让我感觉到“独白”的意味。我怀疑听众早已昏睡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOOLING SOME OF THE PEOPLE ALL OF THE TIME

第三部分

有人醒了吗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第16章

政府调查

2002年年末，我接到了来自克罗尔私人调查公司（简称克罗尔公司）的电话。该公司近来成立了一个团队，致力于为基金经理提供实地研究的服务。他们希望尽快展开服务。克罗尔公司给我留下了深刻的印象，激发我产生一个想法：对公开数据的全面搜寻，以及积极的实地调查，将有助于我们对联合资本的研究。于是，我们雇用克罗尔公司调查两起让我们困惑的联合资本的投资：BLX公司以及APS公司。我希望独立的第三方能够揭示BLX公司究竟发生了什么。

联合资本对APS的投资模式和评估方式让人疑窦丛生。此项投资始于1999年，1600万美元的投资体现为债务债券、优先股票以及担保。2000年12月，联合资本将优先股票及担保减记为0，表明问题出现。2001年第二季度，联合资本追加4000万美元投资，并将优先股票中的优先股权、优先转换权以及担保重新划归普通股。尽管这意味着APS资产重组，但是联合资本仍然以成本评估债务投资。历史纪录明显可疑，于是我请克罗尔公司进行调查，看看是否有所发现。

就在克罗尔公司于12月刚刚启动工作的时候，《华尔街日报》报道说，纽约州总监察长艾略特·斯皮策将正式调查哥谭联盟（一家由大卫·博克维奇和比尔·艾克曼经营的对冲基金）。特别需要指出的是，斯皮策希望弄清楚，哥谭联盟是否通过发布研究报告探讨投资观点的手段，蓄意操纵股票价格。在斯皮策进行正式调查之前，哥谭联盟已宣布关闭，原因是非流动性投资过多而引起业绩轻微下滑。哥谭联盟的投资者基础薄弱，因此一旦少数关键投资者失去耐心，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哥谭联盟便不得不售出所有流通证券来满足赎回要求，或是关闭基金以取得整个投资组合的有序渐进减少。

由于售出投资组合中的流动性部分有可能造成对剩余投资者的不公——留给他们不成比例的过多非流动性资产而引起的利害关系，哥谭联盟关闭基金的做法无疑是正确的。我与哥谭联盟经常通话，对它们的运作原则我高度认同。尽管我们风格迥异，但是我们仍然不失共同点，包括对MBIA及房地产的卖空，当时，哥谭联盟发表了令人瞩目的分析报告。我对总监察长调查的第一个反应是，类似的调查将迅速冷却投资者之间分享观点的愿望。

在与另一位经理的电子邮件中，我写道，“看起来，在这熊市即将结束之际，人们将因为自己的伤痛而爱上谴责卖空商。制度的制定者们急于将对公司不法行为的谴责强加到那些破灭者身上（泰科、世通、艾德尔菲以及安然等），并希望在每个人都宣誓金融数据的精确且将臭名昭著的坏蛋送进监狱后，一切拨云见日。不过，一切都仍然只停留在口头上，证券交易委员会并没有投入资金。布什政府并不希望证券交易委员会扮演难缠的警察角色。试着让《华尔街日报》登载某个丑闻什么的，那里已经不再鲜血横流。他们不会这么做。即便是满大街都是小道消息，也已无力再扩张丑闻文化了。”

许多投资者乐于分享自己的分析和观点，不论是卖空还是买空。这样的探讨和辩论有助于市场提高效率。我从不认为公众分享绿光资本对冲基金的研究成果会挑战制度的利益，尤其是在它已清楚地封闭了我们的卖空商地位之后。尽管如此，为了安全起见，我们还是从网站上删除了对联合资本的分析报告、本克实验室报告以及我为TheStreet.com撰写的文章。我们觉得这简直就是耻辱，但是，我们也不希望招致过多的关注，要知道，在经历了3年艰难岁月后，这个世界正在寻找熊市的替罪羊呢。

■ ■ ■

2003年1月21日，我们举办了自己的第7届年度合伙人晚宴。这次晚宴不同于以往，我没有能够享受与合伙人的会面，而是牺牲了大量鸡尾酒时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间，站到角落里，在一部借来的手机上回答《华尔街日报》记者大卫·阿姆斯特朗提出的一系列尖锐的问题。我此前并没有与他交谈过，但我知道他是谁。他最近发表了一篇关于对冲基金卖空零售商彭尼的文章，并由于他重拳出击的反卖空商的耳光而在基金圈内引起了一阵小小的骚动。阿姆斯特朗的文章指责卖空商与集体诉讼律师合作，制造股票价格的跌势，但却无法自圆其说关于彭尼股票下跌的原因，因为该公司在出现问题期间两次公布令人失望的收入报告。

2002年年底，我们聘用了新公关公司埃布尔奈西来帮助我们改善与买断绿光资本对冲基金原始合伙人杰夫·凯斯文公司之间的关系。在埃布尔奈西以及绿光资本对冲基金的律师（我碰巧在晚宴上与他同桌）的帮助下，我得以回答了阿姆斯特朗关于联合资本、MBIA以及绿光资本对冲基金与哥谭联盟的关系的问题。阿姆斯特朗认为哥谭联盟是绿光资本对冲基金的大型投资者，并暗示我，由于哥谭联盟的萎缩，它有可能收回对绿光资本对冲基金的投资，将绿光资本对冲基金置于危险的境地。他还询问我，是否得到来自斯皮策办公室或是证券交易委员会的消息。我没有得到任何来自官方的消息。阿姆斯特朗没有告诉我他为什么要问我这样的问题。

我不知道那天晚上，我是如何完成对我们的合伙人一个小时的演讲以及半个小时问答的。我在演讲中加入了对官方调查观点共享行为的看法，并提到我们已受到相关媒体的质询。当晚回到家后，我查阅了《华尔街日报》的网站，看到一篇定于第二天发表的文章——由阿姆斯特朗和另外两名记者联合撰写，关于证券交易委员会即将调查哥谭联盟公司、蒂尔森资本合伙公司（Tilson Capital Partners）、海蓝基金（Aquamarine Fund）以及绿光资本对冲基金，以落实我们是否通过发布研究报表，以及在电话会议中提出批评质疑的手段，图谋操纵股票价格。我与哥谭联盟很熟悉，仅与惠特尼·蒂尔森简单交谈过，至于海蓝基金，则闻所未闻。

我很清楚，我们根本没有做过什么错事，也坚信分享关于公司的投资分析和观点——正面的或负面的，以及在电话会议上提出挑战性的问题等做法无可厚非。我们针对联合资本说过或做过的一切都是基于事实和真诚信念的。我曾书面询问过联合资本，以确认我们是否出现错误，并承诺公开修正任何错误。说真话怎么可能等同于人为操纵呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明白了即将发生的情况后，我不禁揣测，阿姆斯特朗斯如何知道调查的呢？我相信消息肯定来自斯皮策办公室。作为总监察官，斯皮策也许做过很多好事，但是，他的办公室也同样因为先于找到实际罪证之前，向媒体泄露被调查对象而出名。这样的法律实务与庄严的司法体系和诉讼道德背道而驰，但却可以让权威当局着手调查可能的犯罪事实，而不必公布被调查对象的身份，直到发布正式的指控为止。如果调查无疾而终，那么这样的操作方式将避免名声受损。以我们的调查案件而言，我相信，在斯皮策确定存在犯罪事实之前，正好可以用新闻头条来提升自己作为犯罪斗士（现在被拿来开刀的是对冲基金）的光辉形象。

第二天早晨，我们的许多合伙人纷纷来电询问发生了什么事情。有一些合伙人很担忧，急于了解情况，但我们却没有过多的话可说，因为我们知道的也仅限于报纸上的报道。当局并没有与我们联系，我们也没有途径去了解我们会不会被传唤。所以，我们只好采取“无可奉告”的策略了。我们确定自己问心无愧，但是，我们不愿意答复某些合伙人而忽略另一些合伙人。告知每一个人的适合做法是书面通知，但是，书信有可能流入媒体，并在一次次的转述中最终失去控制。我们的一小部分合伙人要求赎回资金，但是大部分合伙人则致电表示支持。我们从来都与合伙人坦诚相待，公开探讨任何话题，不论我们持卖空还是买空的态度。“无可奉告”的策略对我们来说很艰难，对我们的合伙人来说也不容易，但是尽量躲开媒体圈的干扰却符合我们当前共同的利益。

联合资本则不同，它忙于投身新闻。彭博新闻社报道称，联合资本上周申请本次调查。公关公司埃布尔奈西发表了来自我的声明，“我们希望公司之间的争执仅限于有效的商业问题，而不是攻击养活我们的投资者。我们坚持对联合资本所做的研究，并欢迎与公司管理层探讨任何事实。”

我之所以提出与管理层探讨的话题，是因为联合资本的管理层甚至不再假装乐于加入探讨了。目前，联合资本的管理层正前往纽约“路演”，即与投资者举行一系列一对一的会谈或小组会谈，大多数会谈均由投资银行赞助。某些路演与证券发行有关，另一些路演则被称做非交易路演。联合资本拒绝我们参加其最近的路演，此外，也拒绝其他对冲基金参加，他们只希望会见长期投资者。把公平获取信息的问题放置一边不谈，联

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合资本纯粹地回避任何尖锐的问题。之后几年，联合资本一直延续它拒绝会见对冲基金的政策。事实上，有一次，联合资本发布了一个为期一天的路演，路演后是花旗集团次日的股票发行。花旗集团没有注意到联合资本的政策，安排了联合资本的管理层先到我们的办公室会谈，再到其他对冲基金的办公室会谈。联合资本看到时间表后，取消了以上两个会议。还有些时候，各类经纪公司为联合资本主持投资者见面会。作为经纪公司的客户，我们在邀请之列——结果只会是，在联合资本管理层的授意下，统统被拒之门外。

2003年1月24日，星期五，《华尔街日报》文章发表后两天，我们接到了证券交易委员会写给绿光资本对冲基金“关于联邦农业房贷公司相关事宜”的来信。证券交易委员会以非正式的问询方式，建议和要求我们准备好我们关于联合资本的研究报告和研究文档，以及关于联合资本与第三方的所有接触。他们还需要我们的所有交易记录、组织结构图、绿光资本对冲基金全体员工的通讯录、所有描述我们的薪酬结构的文件、我们的银行账户和经纪账户清单，以及我们的电话记录。他们希望提供所有追溯到2002年1月1日的上述资料，并要求我们于下周五之前自愿准备就绪。绿光资本对冲基金的律师们向证券交易委员会申请更多的时间，而我们则全力以赴准备以上资料。

《华尔街日报》的文章不仅损害了我的公司的名誉，还影响到了我的妻子。在文章发表一星期后，时任《金融周刊》（隶属《华尔街日报》）作家兼编辑的谢里尔突然被解雇。她的老板告诉她，他们已与公司的律师商谈过，律师建议解雇谢里尔，直到调查结束。他还告诉谢里尔他们很担心自己被曝光。“嫁给投资业内人士的确要面对艰难。”他告诉她。谢里尔在那里工作了十年。刚被解雇的头几天情况糟透了，让自己的配偶被解雇可不是什么好玩儿的事情。

■ ■ ■

2003年1月30日，兰尼·戴维斯作客CNBC财经频道的节目“库德罗和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克拉姆"，当场建议股票持有者直接起诉卖空商。回应去年6月电话会议上，由戴维斯照原稿宣读的发言中联合资本管理层的用词，戴维斯宣称卖空商对他的客户散布了"弥天大谎"。克拉姆反问戴维斯："公司为什么不起诉卖空商呢，而且，如果证据——你知道诽谤罪吧，如果某些卖空商全然不顾事实，那么起诉散布谣言的实体岂不是符合全体卖空商的利益？"

戴维斯回答道，"事实上，克拉姆，我见证了很多场合，确信夸张的虚假声明对公司股票价值的损害。对此，我们向卖空商发出了通知，告知他们错了，请改正。随后，虚假声明不留痕迹地被撤回，但是虚假的谎言并没有从此消失，而是反复出现。认定诽谤行为的难点在于你必须证明对公司造成的损失，股东其实比公司更适合就此提起诉讼。"这听起来似乎已经没有什么遮遮掩掩，而是明明白白地告诉联合资本的股东，应该起诉我们了，虽然事实上单个股东很可能不会站出来进行这样的诉讼。联合资本很可能既希望我们被起诉，又惧怕被牵连，而最终不得不放弃对我们提起诉讼的冒险。

戴维斯还在继续发表他的言论。他大谈《国会法案》向卖空交易强加额外的限制规则。库德罗质问戴维斯："这似乎并不是什么个人行为，而是关于——这些报告完全可以视为商业行为。在我看来，如果你想证明一桩阴谋，不论是正面的或是负面的股票研究报告，你都已经取得了法律上站得住脚的欺诈或犯罪的事实。但是，如果并没有什么阴谋存在，戴维斯，我不明白，这只不过是某个个人的观点而已——为什么要起诉呢？"

戴维斯回应道，"嗯，首先，这是一个个人发布虚假信息，以此操纵市场的犯罪行为；其次，是不当谋利的犯罪行为。不过，我相信，斯皮策总监察官和我认为大家所关注的阴谋是，卖空商和媒体何时开始散布虚假信息，并基于该信息变现和获利。我从多个客户那里收集到关于散布虚假信息的证据。现在，克拉姆和库德罗，求证的呼声已经高涨。我不愿意看到我的任何客户起诉，除非我们已取得散布虚假信息的确凿证据。"我不禁猜想，戴维斯是否认同，如果以说过什么虚假的话而论的话，联合资本的管理层是否也应该遭到同样的起诉呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■ ■ ■

调查的消息还阻止了前BLX公司高管回复我的电子邮件。在他最后告诉我的事情中提到，小企业管理局总监察办公室的凯斯·霍希默曾联系过他，询问有关BLX公司的情况。他询问霍希默，调查是不是严肃的，因为霍希默抱怨，一项详尽的调查需要做如此大量的工作。无须再说，至少，一些事情正在发生。

2003年2月4日，联合资本公布了BLX公司发生的两项重大事宜。第一件事情是，BLX公司从阿姆斯科独立投资基金公司买入了1.22亿美元的优质小企业管理局贷款。优质贷款的增加使BLX公司得以掩盖现有投资组合过高的违约率和损失率。联合资本向BLX公司增加了5000万美元的投资，并将4300万美元的次级债投资转变为股权。显然，BLX公司需要股权的输入和债务转股权才能继续维持运转。不用说，联合资本同样没有减少对BLX公司投资的结转价值。第二件事情是，BLX公司变更了公司架构，成为了一家有限责任公司。对此，在第二个星期举行的收益发布电话会议上，联合资本管理层给出了解释，“为了税务的需要及获得更大的灵活性，公司应当负有限责任。”

同一个电话会议上，我被允许再提一个问题。由于联合资本习惯于被迫揭露坏消息，我决定让他们当场现形。我质问道，“请陈述你们与小企业管理局总监察办公室的一切联系，据我所知，他们已经致电给所有与BLX公司往来密切的人。你们如何看待他们的调查——真的存在调查吗？如果存在，你们认为情况会怎样？”

在一个意味深长的停顿之后，斯维妮回答了我的问题，“好的，大卫，我不了解你说的情况。我的意思是，很清楚，BLX公司是小企业管理局批准的规范的实体。我知道总监察办公室通常会与小企业管理局合作，调查它的放款商。如果真有质询的话，通常来说，都会是例行公事、例行的质询，这就是我知道的所有信息。我们不知道任何质询的本质。你知道的，这样的质询定期在小企业管理局借贷市场上反复发生。”

2004年3月，我们发现，其实就在斯维妮“装傻”回答的几天之前，她亲笔签署了违约贷款由BLX公司转入联合资本的协议。这些贷款，早已被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小企业管理局判定为非正当贷款，因此要求并收回了超过500万美元的担保返还。当我问及此事时，她竟然声称一无所知。

当天下午稍晚，联合资本的电话会议结束之后，我就接到了来自证券交易委员会执法部的电话，询问我在电话会议上的提问的基础何在。很明显，联合资本在官方布有耳目，对我提出了诉讼。这通电话给我的感觉是证券交易委员会跟踪着每一天的进展。他们对我的质疑暗含着一种担忧，即我制造的电话事件的目的是吓唬与会的其他人，而不是从公司得到某种答案。我解释道，我了解卡鲁瑟斯的工作，知道霍希默致电前BLX公司雇员的情况，而我本人也接到了类似的电话。证券交易委员会的律师似乎很满意我的正面的而非搪塞的回答。

■ ■ ■

2003年3月初，我们接到了来自总监察长斯皮策办公室的传票，签署日期为2003年2月28日，要求我于4月15日到场，“验证与证券发行和销售相关的各项事宜，包括（但不限于）虚假声明、欺诈以及蓄意操纵市场等。”这一次，我们需要提交的材料清单更为壮观，包括与哥谭联盟发表的研究报告相关联的若干公司的相关记录，我们所有的投资者的名录，与其他对冲基金的沟通记录，与若干记者的沟通记录——其中包括我的妻子。

3月15日，我们收到了来自证券交易委员会的传票。这个曾标注为“与哥谭联盟公司相关事宜”的案子，现在，根据传票附件中的显示，已于2003年2月11日升级为“正式调查”，同时赋予传票传唤的权力。我被要求4月15日和4月16日两天出现在华盛顿特区。调查的目的是，确认哥谭联盟及其他对冲基金是否利用虚假或误导性声明，或蓄意操纵交易等打压股票。调查涉及联邦农业房贷公司、MBIA、联合资本，以及美国资本战略公司。美国资本战略公司是联合资本的竞争对手之一，我们从未对它进行过卖空或批评。事实上，1998～1999年间，我们一直持有它的股票。该公司的业务模式与联合资本一致，所以有人认为我们的批评也同样适用于它。实际上，我们的大多数批评与商业模式无关。我不认为此类业务发展公司存在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么本质的问题。绿光资本对冲基金的批评仅针对联合资本，以及它的会计准则和公司行为。

4月4日，证券交易委员会再次送来传票，要求4月11日前提交所有文件。所有传票统统都在星期五送达，难道这只是巧合？这一次，他们希望提交：另外几家公司的信息、信贷衍生产品的交易信息（我们根本没有此类交易）、我们的客户清单、客户要求赎回的清单，以及我们与其他几家对冲基金的来往通信。我提交了所有要求的文件，并准备好与官方会面。我并不担心陷入麻烦或是真的做错了什么，但是，我发现，不得不聘用律师详细检查每一封电子邮件确实让人烦恼不堪。此外，当局对错误对象的调查也着实让人泄气。他们似乎错误地把显微镜对准了错误的人（小人物）——我。我希望与他们见面的时候，能够说服他们把注意力集中在联合资本身上。

■ ■ ■

几个星期之后，纽约州联邦法官驳回了对联合资本及其会计准则的集体诉讼（在我的演讲之后很快提起的诉讼）。法官裁决如下：

> 鉴于联合资本的会计准则在每一份递交证券交易委员会的备案中都进行了某种程度的公开披露，原告关于被告欺诈的控诉必须基于：被告的会计准则导致了对某项具体投资隐蔽的夸大估值，或是联合资本并没有坚持公告相关的会计政策。由于原告提供的事实无法支持以上结论，因此，驳回原告对被告欺诈行为或误导性声明的起诉。
>
> 首先，原告未能充分证明联合资本的估值政策导致了它对某项投资的夸大评估。诉状仅声明了原告关于出现多种估值并不恰当的观点，以及偶尔对该观点的简单推理，却没有论证原告所主张的真正价值。

翻过几页判决书，判决继续：

> 即便原告提供充分的事实支持联合资本有可能夸大了某些投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 资的价值的推论，原告也未说明任何此类夸大估值的程度。为了申诉特定的欺诈，原告必须申明联合资本如何夸大投资……
>
> 因为原告没有申明联合资本夸大评估问题投资的具体数目，也未能提供可以让理性的陪审团判断一个理性的投资者将如何看待何为夸大评估的任何事实。

换句话说，原告必须向法官证明真实的估值。这简直就是自相矛盾的第22条军规，因为诉讼已经先于调查被驳回，而联合资本的大部分投资都是针对私人公司的，只有联合资本自己拥有那些能够得出精确估值的保密文件，原告在无法取得相关信息的情况下如何能够提供真实的评估价值？！

法官显然不关心这个，因为他得出了让人费解的结论，“联合资本的实际评估政策是公开的，如同关于公司的不利消息……”法官究竟认为联合资本在哪里揭露了所有的不利消息？

法官还发现：

> 即便被告提出了某项投资的价值应当减少的理由，例如公司破产等因素，被告仍然无法解释为什么该因素应该被着重考虑，或证明联合资本的政策没有考虑该因素。因此，原告的申诉除了证明原告不赞同联合资本的某些资产评估之外，没有任何主张成立——鉴于非流动证券的评估的难度，以及评估中需要恰当考虑的大量因素，对联合资本某些资产估值的不认同并不能够视做欺诈……

由于案件在原告能够进行调查之前便被驳回，因此原告无法进行举证，例如查看联合资本的账簿或记录，或是查看联合资本如何评估资产价值等。换句话说，在原告有可能获取联合资本的文件证明法官所谓无法看出的欺诈之前，案件便已然夭折。

我无法把法官的判决视做什么重大的发展。没有人查看过联合资本的评估和相关证据，在这样的情况下驳回案件的法律判决无法证明联合资本会计准则的清白。不过，有一点值得肯定，那就是联合资本的律师才能卓著。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOOLING SOME OF THE PEOPLE ALL OF THE TIME

第17章

艰难的上午

2003年5月8日，我抵达证券交易委员会作证。在通过了没完没了的安检后，我被带到了地下室——十足刻板的房间、光秃秃的地面、光秃秃的墙壁。我坐在一位法院书记员的身边，对面坐的是即将对我进行拷问的证券交易委员会的律师。房间的温度似乎高达约30℃，没有太多的通风，也没有饮用水——为此，走廊的尽头设有一部自动售卖机。唯一的生活设施是挂在一根管子上的红色的警报匣子。这样的环境让人倍感不安，但也许正是所需要的，它暗示着如果你的案子不顺利的话，很可能会发生苦行。

开始，我的陈述很顺利。我带领三位律师随行，以便随时给我建议。大约有半小时的时间，证券交易委员会的律师凯利·吉尔罗伊询问了我关于绿光资本对冲基金的一些基本情况。她询问了大量关于我的个人经历的问题。这很容易回答。

证券交易委员会的第二名律师马克·布拉斯韦尔走入了房间，继续提问，他的问题几乎都只是半截，要点是：你是何时开始操纵联合资本的股票的？他非常挑衅，怀疑我给出的每一个回答。我们开始陷入论战，他则越来越生气。我能看出，他就像是位“坏警察”。显然，他希望证实我和其他对冲基金联合操纵市场。

“你们和包括惠特尼·蒂尔森、比尔·艾克曼（哥谭联盟公司）在内的基金经理们，是否定期或不定期地见面？”他问道。

“嗯，比尔·艾克曼在理查德·夏斯特的团队里待了一段时间。”我回答道，并提到有时我会去参加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的、非正式的基金经理季度“思想晚宴”。理查德·夏斯特经营一家名叫阿柏联盟的小型对冲基金，正是他组织的晚餐。“思想晚宴”很普遍，有时，这样的晚宴（包括理查德·夏斯特的那次晚宴）由自己来组织；有时，则由机构销售专员或投资银行赞助。一般来说，在“思想晚宴”上，每个参与者都将陈述一条或两条投资观念，并由其他所有人来严加拷问。“他加入阿柏合伙公司的时间不短了，可能几年了吧。”我回答道。

“蒂尔森先生也是理查德·夏斯特团队的一员吗？”

“我认为不是。”

“那么，盖伊·斯皮尔（海蓝基金公司）呢？”

“我认为不是。”

“大卫·伯科威茨”（比尔·艾克曼在哥谭联盟的合伙人）呢？

“我确实不清楚。”

“你，包括艾克曼先生，还参加其他的论坛、组织或是非正式团队吗？”

我回答说没有。

吉尔罗伊接着提出了大量类似的问题。

“你是如何认识艾克曼先生的？你熟悉伯科威茨吗？你是先认识艾克曼先生的，还是先认识伯科威茨先生的？你能想起来是什么时候遇到伯科威茨先生的吗？你可以描述你与艾克曼先生的关系吗？你们只是礼节上的朋友，还是熟人？伯科威茨先生呢？你对他们中某一个人的了解多于另一个人吗？”

基本上，我的回答都是：是的，我认识他们。我们曾一起吃过一顿晚餐。我更了解艾克曼。

几分钟之后，布拉斯韦尔问道，“艾因霍恩先生，你曾因为向你提供投资观点而支付给哥谭联盟公司、伯科威茨先生或是艾克曼先生任何报酬吗？”

“礼尚往来，没有。”我回答道。

“他们曾经为你提供的投资观点支付过报酬吗？”

“答案是一样的。”

绿光资本对冲基金的一位律师布鲁斯·希勒，此时插话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我可以借用几分钟吗？”我们走入走廊。我犯了个错，我应该清楚地回答“没有财务报酬”。事实上，我确实与其他基金经理分享投资观点，而且在双方礼尚往来的情况下，分享很顺畅。不过，没有人喜欢吃白食的人。因此，一般来说，我更多地与那些同样愿与我分享的基金经理分享投资观点。我并没有记录究竟谁与我分享了什么，而且分享本身非常不正式。我的第一个回答不对，根本没有“报酬”一说。

我重新回到了房间，继续回答提问。

“我想，对你的问题的更准确的回答是，观点从来没有回报。”

“在你或者绿光资本对冲基金与艾克曼或哥谭联盟公司之间是否存在其他的关系？”他继续问道。

“我认为没有。”

“让我问同样的问题，关于你或者绿光资本对冲基金与惠特尼·蒂尔森之间的关系？”

“我认为没有任何关系。”

“海蓝基金公司的斯皮尔先生呢？”

“我认为没有。”

很快，提问转移到联合资本公司。吉尔罗伊询问我何时第一次听说该公司。我回答说，其他的基金经理向我介绍的。

“你何时第一次与他们个人探讨联合资本？”

“我想大约在去年3月份吧。”

“你们的这些探讨的实质是什么？”她问道。

“他们认为联合资本是一家有价值的公司，希望听取我们的观点——联合资本也是我们应该研究的范畴。他们来到我们的办公室，告诉了我们他们所了解的情况，或许还向我们提供了一些分析资料吧。”

布拉斯韦尔希望听到任何关于联合资本的说法。

“3月15日演讲之前，绿光资本对冲基金就已经采取对联合资本卖空的策略了吗？”布拉斯韦尔问道。

“我们在演讲时开始卖空联合资本。”

“你在这次演讲时对听众说，关注他们和对他们谈论联合资本的目的是，希望在这次慈善活动中，与大家分享一个更好的观点。你关于联合资本的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

演讲的另一个目的是告诉大家你的想法，并希望能够给联合资本的股票施加向下的压力吗？”

这不是明摆着在问：我蓄意操纵吗？

那天，还有另外10个人发言。不用说，证券交易委员会并没有致电比尔·米勒，质询他发表购买自己的基金大规模持有的网络电信股票的建议，是不是在蓄意制造股票价格上涨的压力。区别似乎在于，说点什么让股票上涨是毋庸置疑的、可以接受的，相反，便属于蓄意操纵。

“我不同意你的问题中的第二个部分。明确地告知其他人。”

“你没有预见到，其他基金经理以及晚宴上的其他华尔街人士，将响应你的演讲，卖空联合资本吗？”

“我会想到，基于我的发言，人们将深入调查联合资本；而且我认为，基于我所说的，以及我所相信的事实，人们或许能够更好地判断究竟是卖出还是卖空联合资本……基于当时联合资本优异的表现。”

“好吧，”布拉斯韦尔说道，“那么，这样总结是否真实，即你有一个合理的预期，预期其他参加会议的人将不是基于他们所听到的而卖空联合资本，就是做好长期持有的打算。”

此时，绿光资本对冲基金的律师希勒打断了我们，“我想他已经证明了这一点。现在，你提到‘合理的预期’，我不明白你是不是站在某个法律标准上来试图获取这个‘合理的预期’，但是，他已经回答过你的问题，告诉过你他的想法了。人们在听到他的演讲后，可以自己决定是否卖出还是买入更多。也就是说，人们可以自己做出决策。我不明白你企图在这里强加的所谓‘合理的预期’标准究竟是什么。”

“嗯，我并没有提到特定的法律标准，米勒先生，我问证人的是另一个问题。”布拉斯韦尔回答我们的律师。

“他已经告诉过你他的预期了。”

“没有，”布拉斯韦尔说道，“他说其他人可以进行自己的调查。”

“哦？他没有——他没有采纳你的答案？那或许是你想要的答案，但是他确实就你关于他究竟希望人们做什么的问题给出了自己的答案。”

两个律师你来我往辩论了一会儿，直到证券交易委员会一方转入下一个问题，即我的演讲过程中的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“艾因霍恩先生，”布拉斯韦尔问道，“我们的调查记录反映，当天晚宴上的某些人，就像你所说的那样，他们立即采取了对联合资本的黑莓卖空。”

“这么说，他们一定是发现我的演讲很有说服力吧。”

“你是否预见到人们会这么做？”

“没有。我也听说了类似的事情，听到的时候我很吃惊，我并没有预期人们会被演讲调动起来。”

“所以，这次演讲，”暂停了几分钟后，布拉斯韦尔继续提问，“你没有企图说服听众你的分析千真万确？”

“我认为我的分析是正确的，而且我也认为我给出了我认为正确的分析，我试图告诉人们我认为正确的事情。”

“那么，是否可以合理地说，你试图——”

希勒听够了。

“瞧，我真的认为，如果你希望他说，他试图转移股票，他是不会那么说的。”希勒打断了布拉斯韦尔的提问。

“不，我并不是在问他这个。”

“同样的问题你已经重复了6次。这个证人已经说过，那是个慈善活动，而他被邀请参加，并受邀谈一谈自己对某只股票的看法。他希望给出一个正确的看法，他说了，因为他觉得到场的人们有这样的资格，因为当晚是一个慈善活动。”

“他并没有说，他在背后事先做好‘我企图这么做’的准备，然后前去演讲。他已经告诉了你所有他能够告诉的，”希勒说道，“‘我到这儿来告诉他们我认为正确的观点，告诉他们我对此事的看法。他们可以自行做出任何决定’，就是这样。”

“我并没有要求这位证人进入演讲现场的任何人的大脑，”布拉斯韦尔回应道，“我只是试图搞明白。”

“他已经告诉过你，他的意图是什么、他的目的是什么，以及他做了什么。”希勒说。

“实际上，希勒，关于他的意图，你告诉我的比证人告诉我的还要多。如果你不再作证，我很感激。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我没有作证。我只是不愿意这位证人受到困扰，因为已经反复6次了，”希勒说道，“很显然，你没有获得你想得到的某种答案。我认为，我们应该结束这个话题了。”

但布拉斯韦尔还在坚持，“你是否有任何企图，希望你的演讲影响到联合资本证券的市场价格？”

我回答道，“这并不是我演讲的目的。”

“不是你的目的。你是否有这样的意图呢？”

至此，我已经糊涂了，“目的和意图有什么差异？……我的意图是，做慈善组织请我去做的事情……”

接着，布拉斯韦尔把话题转回了黑莓。

“在你演讲的时候，你是否看到听众中有人使用他们的黑莓？”

“我没有看到，没有。”

“你何时第一次听到有人在你演讲的过程中操作联合资本股票的交易？”

不对。我的演讲发生在闭市之后，黑莓信息是借入预期第二天卖空的股票的请求。我回答道，“几个星期之后，我到高盛那里开会，他们告诉我，在他们举行的关于借入联合资本股票可行性的探讨会议上，他们接到了这样的请求，而且是不断接到。”

突然，问讯中断，午餐时间到了。我头昏恶心。我感觉自己的作证并不顺利。布拉斯韦尔对抗的态度，我不知道自己还能够承受多少诸如“目的”和“意图”之类区别的争执。我不希望回到那间压抑的房间。他们在敲打我，而我很清楚，我必须捱过今天剩下的时光，以及明天一整天。我已经犯了一个错误（“礼尚往来”），我很担心如果消耗下去，我还会犯下更多的错误。

然而，午餐之后，以及第二天的问讯，问题都变得温和了许多。也许吉尔罗伊告诫了布拉斯韦尔要冷静吧。我们回来之后，证券交易委员会的律师们问询了所有联合资本敏感的问题：相关报道、我被质疑与集体诉讼律师发生的交易，以及我与大卫·格拉德斯通（沃尔顿的前任暨格拉德斯通资本公司首席执行官）之间的关系。绿光资本对冲基金对该公司拥有少量的投资。事实上，证券交易委员会似乎对格拉德斯通很感兴趣。

“你与格拉德斯通先生当时在谈论什么？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我们询问他几件让我们留心的事情，以及他对这些事情的看法。”我回答道。

“当时让你们留心的事情是什么？”

“我们很关注某些评估的流程，某些联合资本做出的个别评估，某些我们可以称做公司间关系的事宜等。我想，我们向格拉德斯通抛出了各种各样的问题。”

我的回答似乎并不能让吉尔罗伊满足，她回到关于格拉德斯通的问题上。尽管我的回答始终一致，但是在整个问讯过程中，她仍然反复问我关于他的问题，希望钓到什么，可那根本不存在。

“你是如何遇到格拉德斯通先生的？此后，你仍然保持与格拉德斯通先生的联系吗，或是你在开始调查联合资本之后重新与格拉德斯通先生取得联系？你是如何开始与他探讨联合资本的？你们的对话的实质是什么？他对你的研究有帮助吗，或是作为你的传声筒？你们的探讨的实质是什么？”

我相信证券交易委员会关注格拉德斯通的原因是，联合资本提出了一个阴谋论的说法，即我是格拉德斯通雇用的“托儿”，我们批评联合资本的真正目的是提升绿光资本对冲基金对格拉德斯通资本公司的小额持股的前景，而这些股票已在2002年第二季度全部卖出。

联合资本似乎很关注格拉德斯通。在《福布斯》发表了一篇文中沃尔顿把我称做“掠夺者”的文章之后，联合资本向作者灌输了一个放高利贷的敲诈者的故事。2002年9月2日，《福布斯》再次发表了一篇名为《打人的男人》的文章，文章宣称，格拉德斯通曾因为殴打女员工而遭到联合资本解雇，并暗示报复心切的格拉德斯通曾恶意诽谤联合资本的会计准则。我相信，这只是联合资本在无法攻击信息本身的情况下，对报信者发起的攻击战役的一个部分，并作为另一桩虚构的阴谋的受害者博取市场的同情。

在我于证券交易委员会做口供期间，律师们不断地质问我关于我的演讲的各种问题，以及我为什么在一个月后发布书面报告等。

我回答道，“联合资本举行了多次电话会议和多次新闻发布会，对媒体诉说了各种各样的事情。我认为他们说的很多东西都是不真实的，我认为他们说的很多东西都是误导性的，我认为他们说的某些东西是损毁名誉的。我认为他们曲解了我们所说的，我认为他们给我们的分析报告强加上了错

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

误的烙印，并发动诽谤战役非难我们。此外，我还认为很重要的是，直接竖起我们的谈话记录，写上我们认为的各项事实，然后，再仔细看看我们是否能够从中找出某些真正的事实来澄清事情。”

不时地，吉尔罗伊会询问一些轻松的问题，这或许是因为她看出了绿光资本对冲基金的批评中的闪光之处了吧。这些问题不仅让我防守自如，甚至还可以把矛头指向联合资本。例如，“你是否经常无法在联合资本的电话会议上提问，或是感觉到自己被屏蔽在他们的电话之外？”

在第一天的口供即将结束时，吉尔罗伊问了我一个问题，该问题的答案显而易见：“在你发表演说时，你预期到你对联合资本的定位会变得如此流行吗？或者你是否认为你应该发表这次演说，说出你对公司的看法，然后顺其自然，应该发生在股票上的一切便将发生？”

“如果你是在问我是否认为演讲的反响远远地、远远地超出我的预期，那么我的答案是，是的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOOLING SOME OF THE PEOPLE ALL OF THE TIME

第18章

编造者、抄写员和学者

作口供的第二天早上，《今日美国》刊载了对兰尼·戴维斯的专访，标题是《危机关头，律师抓住新目标：对冲基金》。文章报道，戴维斯整合了一支危机管理团队，以对抗那些卷入丑闻的公司。戴维斯指出，1999年以来，他已为数十家公司提供过服务，仅在少数几种情况下，他的名字成为工作的一个部分，浮出水面。文章告诉人们，戴维斯如何在一次“公司治理专家巡回活动”中吸引住南方保健公司的首席执行官理查德·斯克鲁士，后遂帮助该公司成立起“道德监管部”。斯克鲁士后来离开了南方保健公司，并于2005年被宣告免除债券欺诈的指控。2006年，斯克鲁士被证实犯有行贿罪、阴谋罪、邮件欺诈罪，并最终于2007年被判监禁7年。按照文章的说法，戴维斯“断绝了与南方保健的关系”。文章解释道：

> 戴维斯如此频繁地更新记录，以至于游戏的新加入者很快就会被弄得晕头转向。现在，戴维斯正忙于整合一个企业客户的团体“完整披露联盟”，他们正向国会施压，呼吁立法要求卖空的投资者（打赌他们一定不会成功）必须遵守与长期投资者同样的披露原则。

我相信要求卖空商披露自己是谁的实质就是胁迫他们，我就是最好的例证。联合资本全力指责绿光资本对冲基金的批评为“卖空打击”，喋喋不休地论述绿光资本对冲基金的财务动机，以此削弱我们的信任度。联合资本还赋予我恶棍的人格，指责我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

煽动投资者做出决策：不是站在联合资本一边，就是与操纵者为伍。似乎投资者根本不必关注我们的言论的实质，或是批判性地评判联合资本的反应的恰当性。

《今日美国》的文章继续描述联合资本对我展开的“讨伐”：

> “联合资本发动了一场非同寻常、相当激进的‘击落传信者战役’，”艾因霍恩说道，“我怀疑这是因为他们根本没有关于他们的业务和会计准则的严肃问题的恰当答案。”
>
> 戴维斯反击：“联合资本回答了艾因霍恩的每一个推断。艾因霍恩一贯以事实代理人的身份发表含沙射影的言论。”

现在，兰尼·戴维斯需要对其他人发动类似的讨伐了。著名卖空商杰姆·沙诺斯，注意到了“完整披露联盟”的赞助商坚持匿名——蹊跷的Orwellian虚构得太阔绰了。联合资本可能是也可能不是它最大的财务后盾。但是，撇开《今日美国》的文章不谈，我从未看到其他的文章公开提及“完整披露联盟”。近期对“完整披露怜悯”的Google搜寻，也仅获得12条结果，其中包括《今日美国》的文章，以及几个卖空商发表对该文章的评论。

让我安慰的是，第二天证券交易委员会的问讯比第一天轻松得多。我们阅览了绿光资本对冲基金发布的部分联合资本不认同的报告。我几乎在享受解释为什么以实物支付收入迫使联合资本增加资金来支持其税收分配；我如何判定联合资本错误地标注它的35%的投资；联合资本为什么能够在结转价值无法支持投资组合得到正确评估的情况下，依然能够安全退出某项投资；联合资本如何变更了它的业务模式和会计准则；为什么联合资本与BLX公司的关系可以与安然和埃皮特合作伙伴的关系类比；为什么联合资本对BLX公司的评估没有合理的基础；以及联合资本如何设计配股计划来操纵市场。对我来说，这些都是些简单的话题。他们询问了关于哥谭联盟以及我们对联邦农业房贷公司和莫维亚的卖空等方面的问题。最后，他们问及了安德克斯公司的托德·维奇曼，后者曾告知我们联合资本对他的公司做出的恶劣行径。

这一天即将结束的时候，他们问我是否还有什么补充的。当时，证券交易委员会正考虑调控对冲基金，减少欺诈。于是，我补充道，我看不出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调控对冲基金会有什么效果，如果证券交易委员会允许已经被调控的投资公司（如联合资本）在证券交易委员会展开全面调查并解决我们提出的各项问题之前完成额外的公开配股的话。

我们的问讯结束了，甚至在午餐之前问讯便可以结束。我离开了那里，就像是学期期末的最后一天从教室里走出来的感觉。我回到了纽约，等待着问讯的结果，以及下一轮与斯皮策的会面。他的办公室两次确定又两次撤销了面谈的时间。从那以后，我们再也没有得到证券交易委员会或是总监察办公室关于调查我们的任何消息。

我们又一次从最先报道官方将调查绿光资本对冲基金的文章的《华尔街日报》记者大卫·阿姆斯特朗那里听到了新的消息。他告诉我们，他想写一写联合资本与绿光资本对冲基金之间的故事——我怀疑这是联合资本出的主意。于是詹姆斯·林和我与他见了面。阿姆斯特朗已经与联合资本事先会见过，因此，武装了一肚子的问题。犹如证券交易委员会的律师们那样，阿姆斯特朗询问了诸多惹恼联合资本的问题，詹姆斯和我对此一一作答。我们一起观看了慈善演讲的录像带。阿姆斯特朗评论道，看起来并不是什么大问题。通过这次会谈，我认为阿姆斯特朗开始相信我们确实拥有强大的论据，确实提出了关于联合资本价值评估和会计实务的诸多有益的观点。他似乎带着对我们给予联合资本的批评的理解离开了我们的办公室。

《华尔街日报》很快发表了关于对冲基金的多方系列报道。报道生动细致地把对冲基金描绘为一对失真的骰子，没有一句对该行业的正面评价。我怀疑阿姆斯特朗的原意是要把对我们的访谈写入丑化对冲基金的系列报道，但是他无法这么做，因为事实站在我们这一边。我相信这个主题与他的目的和个人偏见存在矛盾。不过，阿姆斯特朗也没有发表支持我们观点的报道，他选择了沉默。

我们接着收到了哈佛大学商学院帕洛德教授的来信，他已经完成了联合资本的案例研究。我很惊讶，因为自从2002年10月我到他的课堂演讲后，我们再也没有联系过。尽管他还没有给我们看他的案例研究，但是，他已经把案例研究发给了他的学生们，当做教材使用。该案例研究同样也“流通到市场”，因为一家共同基金打来电话问及此事。

案例分析读起来就像是兰尼·戴维斯的文风，这让我目瞪口呆。为什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么一个看起来很智慧的哈佛大学的教授，会写出一份完全符合联合资本口味的案例呢？案例中错漏百出，而且只叙述了联合资本单方面的观点。案例中描述的许多关于我们的论据都是错误的，而且是已经被“驳倒”过的。案例曲解了联合资本的会计准则，曲解了公司对BLX公司的账面估值，并暗示对公司的批评牵涉到一桩反联合资本的阴谋。案例采纳了联合资本的观点，即公司并没有在2002年变更它的会计准则，而是始终采取连续、一致的会计准则。案例甚至复述联合资本的主张，称我们在发表演讲之前几乎没有与公司管理层有过交谈。

我担心以联合资本的立场，这份案例终将成为“历史”事件，哈佛的名头烙印其上呀！帕洛德最终于2003年7月3日完成了案例分析报告，并通过电子邮件给我们发送了PDF格式的版本。我们问他能否给我们发送Word文档的版本，这样便于我们在文件文本中进行标注。帕洛德教授拒绝了我们的请求，于是我们只好让助理重新打印全篇案例分析报告，好让我们标注错误之处，然后发回给帕洛德。詹姆斯·林和我接着打去电话，说明我们的评价，指出错误，并表达了我们的担忧。

帕洛德许诺会做正确的事情。我们在电话里讲了两个多小时，一字一句地审阅了案例分析报告，告知他错误的地方、联合资本的谎言，以及BLX公司存在的问题。这真是一个漫长、让人精疲力竭的电话。

“我提醒你，这可能需要花费点儿时间。”电话打到一半的时候，我告诉帕洛德。

帕洛德表示他愿意继续探讨，并乐于找出报告中自相矛盾的主张。

我告诉他，我还有一个问题，关于案例中习惯性的“卖空攻击”的称呼，要知道，这可是联合资本的常用术语。

“我们认为这样的称呼很有煽动性。”我说。

“哦，继续，”帕洛德说，然后笑了，“那它又是什么呢？”

“这并不是什么攻击，我们只是提出问题，我们只是分享我们的研究。”

帕洛德大笑起来。“噢，上帝啊，”他笑道，听起来让人十分恼火，“你不会一边卖出股票，一边希望股票上涨吧。”

“但是这并不是攻击，只是一项投资。”我坚持。

最后，他同意变更说法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

电话结束的时候，他同意将我的观点转达给联合资本，看看联合资本对此的反应。我请求帕洛德，是否可以出于礼貌转告我们联合资本的反应，这样我们可以在他再次发表案例研究报告之前给出自己的评论。我指出，当事公司是两家，而不是一家——他们和我们。不过，毫无作用——这是一条单向通道。帕洛德只向联合资本提供提前评论的机会。

然而，一个严重的问题仍然存在：帕洛德已经分发了案例研究的第一份初稿。我询问帕洛德是否可以从他的学生那里收回那份错误百出的案例的复印件。帕洛德回答说他可以尽力，并告知所有人目前案例仍然只是初稿，尚待改进。在反复了多次以上过程的几个月之后，帕洛德仍然在征询绿光资本对冲基金之前，向他的学生发布了另一个错误百出版本的案例分析。我们再一次指出了案例中的错误，投诉他的发布程序。在每一个版本中，帕洛德都会按我们认同的观点进行某些调整，但同时忽略另一些调整。

我始终迷惑为什么这个过程如此艰难。突然，出人意料地，帕洛德的一个学生告知我，帕洛德的联合资本案例研究助理，上个暑假一直为投资公司资本研究和管理公司工作。该公司是联合资本的最大股东。毕业之后，这位研究助理加入了资本研究和管理公司。我要求帕洛德在报告中披露冲突，或者是冲突的表象，但被他一口回绝。我不断施加压力，但他始终坚持那是他自己的案例研究。案例的最终版本最后于2004年出炉，这次，总算公平得多了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOOLING SOME OF THE PEOPLE ALL OF THE TIME

第19章

克罗尔调查公司深入挖掘

在这一切发生的同时，克罗尔调查公司对APS及BLX公司的调查也取得了重大进展。尽管调查显示联合资本与APS没有实质性的关系，但克罗尔调查公司还是发现，APS实际是一家“医疗管理公司”。20世纪90年代后期，华尔街认为，购买医生的医疗服务，并提供后台支持（包括日常安排、供给购买和结账等）的公司将成为医疗实践的未来趋势。可问题是，大多数类似的公司并没有真正改善医生们的生活，而是大量介入医生的工作，最终造成医生和公司所有人之间的关系不断恶化。一旦公司的口碑在医生圈子中变质，公司将很难网罗到更多的医生来实现自身的增长。结果，股票价格下跌，如此一来，公司更无法利用股票收益招揽更多的医生了。接受股票期权而出售自己的部分医疗技能的医生们则变得更加不愉快。最终，此类公司中的大多数纷纷倒闭，其中包括领头羊Phycor。就像我们在第4章中探讨过的那样，我们已经看到了美国正畸中心里发生的这一幕。

克罗尔调查公司发现，APS如出一辙。一家来自波士顿的受到广泛认可的风险资本公司塔斯埃特，支持了APS的创业，联合资本也提供了一笔次级贷款。克罗尔调查公司的调查显示，被采访的大多数医生和公司的前任高管们都不认为APS的经营模式有成功的可能，也不认为联合资本能够收回自己的投资。受访的许多医生很不满意自己与APS的关系，访谈中屡屡出现诸如无能、不诚实、无耻等词汇来形容公司的管理层。

克罗尔调查公司的结论是，由于医生人数的不断

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

减少而持续产生的亏损，将要求联合资本继续注入资本，以维持公司的运转。继联合资本原始投资之后，公司的经营状况严重恶化，医生的人数从高峰时的接近100位减少到2003年的35位。克罗尔调查公司怀疑APS究竟有没有盈利。公司的状况如此糟糕，以致APS的贷款银行以50美分的价格于2001年6月把所有贷款倾销给联合资本。塔斯埃特公司也决定离场。除了以折扣价买入优先债务并进行了一定的债券化之外，联合资本没有减少自己所持有APS的次级债投资账面金额。

在购入优先债务的同时，联合资本接管了APS，并指派斯维妮进行管理。然而，业务仍然继续崩溃。同样，联合资本依然在账簿上以原始贷款额全额结转APS的价值。2002年4月，联合资本将贷款归入“非盈利”，但并没有对投资减记，直到2002年12月，联合资本才开始对APS的投资进行减记，但只是很少量的金额。2003年全年，联合资本逐渐对此减记。2004年3月，减记数目巨大，不久APS破产。联合资本不得不从当年的资产负债表中进一步减记（见表19-1）。

2004年9月，《华尔街日报》发表文章宣称，截至2003年年底，联合资本一直对APS持乐观态度，但此后，APS输掉了一桩医疗事故的官司，接着又因2004年一位病人去世而遭受负面舆论谴责。但克罗尔调查公司的调查却显示，APS在此之前很久便已陷入困境。

克罗尔调查公司对BLX公司的调查更为曲折。参与调查的调查员乔克·弗格森恰巧认识卡鲁瑟斯，这位伊斯特本资本管理公司的合伙人，自己正对BLX公司进行深入的调查。结果，两人在多个场合“狭路相逢”。我指示克罗尔调查公司与卡鲁瑟斯合作，但不要挑明背后的雇主是绿光资本对冲基金。我没有兴趣让市场、媒体或是联合资本知道我们聘用克罗尔调查公司进行调查——直到克罗尔调查公司完成调查之前。于是便导致了我与卡鲁瑟斯多次尴尬的交谈，交谈中，他兴致勃勃地告诉我说，有人雇用克罗尔调查公司展开调查，克罗尔调查公司的调查员很有经验，工作很出色。我窘困地聆听卡鲁瑟斯的消息，并鼓励他与克罗尔调查公司分享，但要确认是双方的、礼尚往来的分享。

卡鲁瑟斯发展了多位BLX公司的前雇员充当信息源。其中一位向他提供了一份2001年8月的内部逾期贷款报告，报告中详细地记录了1.35亿美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的逾期贷款，大约占公司投资组合的20%。联合资本一直声称的BLX公司的逾期贷款不到该数字的一半。克罗尔调查公司把逾期贷款报告用做线路图，展开对问题贷款的追踪，与银行、经纪人、前雇员以及一些贷款人广泛交谈。

表19-1 APS

（单位：1000美元）

日期	债务投资		股权投资		备注
	成本	价值	成本	价值	
1999年12月31日	14 388	14 388	1 476	1 476	原始投资
2000年3月31日	14 404	14 404	1 476	1 476	以实物支付收入可能增加
2000年6月30日	14 661	14 661	1 476	1 476	以实物支付收入可能增加
2000年9月30日	14 792	14 792	1 476	1 476	以实物支付收入可能增加
2000年12月31日	14 809	14 809	1 476	—	股权减记，债券以成本结转
2001年3月31日	15 090	15 090	1 476	—	以实物支付收入可能增加
2001年6月30日	39 405	39 405	1 000	100	资本重组；买入优先债务；次级债未减记
2001年9月30日	39 580	39 580	1 000	100	以实物支付收入可能增加
2001年12月31日	40 194	40 194	1 000	100	以实物支付收入可能增加
2002年3月31日	40 780	40 780	1 000	100	以实物支付收入可能增加
2002年6月30日	41 362	41 362	1 000	100	放入非盈利账户；未减记
2002年9月30日	40 643	40 643	1 000	100	
2002年12月31日	40 662	38 492	1 000	—	股权投资减记为0
2003年3月31日	40 662	38 492	1 000	—	渐进性减记
2003年6月30日	42 162	36 239	1 000	—	渐进性减记
2003年9月30日	43 062	36 793	1 000	—	渐进性减记
2003年12月30日	40 812	32 185	1 000	—	渐进性减记
2004年3月31日	43 512	19 300	1 000	—	渐进性减记
2004年6月30日	44 730	16 750	1 000	—	渐进性减记
2004年9月30日	34 987	4 663	1 000	—	渐进性减记
2004年12月30日	4 801	4 225	—		实现损失3 290万美元

2003年8月，克罗尔调查公司完成了23页纸厚的BLX公司调查报告，附带两大捆原始文件，每一捆足足有6英寸厚。克罗尔调查公司发现，“BLX公司发行的一系列贷款明显欺诈小企业管理局。”克罗尔调查公司写道，“对BLX公司贷款的进一步审计将有可能揭示这些贷款对小企业管理局颁布

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的原则和规范的侵犯，而小企业管理局也将可能从BLX公司收回数千万美元的担保资金。”

如同联系过我的前雇员的归纳，以及卡鲁瑟斯的发现，克罗尔调查公司进一步确认和记录了BLX公司的不当行为。BLX公司故意发放了根本无法偿还的贷款。克罗尔调查公司发现，在无数的案例中，BLX公司都存在愚弄小企业管理局承销要求的行为。小企业管理局同样宽松的政府监管，导致了20世纪80年代的储贷危机。

除此之外，克罗尔调查公司还发现，BLX公司向贷款人发行新的小企业管理局贷款，用于偿还现有的小企业管理局贷款，这明显违反了小企业管理局的资格条例。克罗尔调查公司发现，在许多案例中，BLX公司没有核实贷款人的股权注入，允许贷款人从贷款收益中获取费用，没有验证贷款申请的细节，未能恰当评估贷款人的信用历史、资产状况、偿付能力以及担保物状况等。克罗尔调查公司还发现，BLX公司接受夸大的房产评估。小企业管理局的贷款条例可总结为，“放款人必须分析贷款人的贷款申请，审查贷款是否能够合理和恰当地用于企业经营。”克罗尔调查公司发现BLX公司违反了以上基本条例，以及其他更技术性的小企业管理局承销要求。

克罗尔调查公司认为，BLX公司一心只想创造高额的新生贷款，并提到放款人员得到的指示并不鼓励仔细审查。BLX公司靠发放贷款的数量来盈利，却将绝大部分的信用风险留给了小企业管理局贷款方案下的美国纳税人。这样的业务模式必然导致重数量不重质量的局面。

克罗尔调查公司发现，有几位贷款人在获得贷款后从未进行过偿还。BLX公司依靠独立贷款经纪人来产出贷款数量。克罗尔调查公司的报告指出，前BLX公司雇员（一位贷款承销员）曾指出大多数贷款的批准决策仅仅依据贷款申请书面报告上的信息，这些信息由贷款经纪人单方面提供，根本未经验证。

克罗尔调查公司发现可能存在欺诈的贷款发放遍及密歇根州、纽约州、南加利福尼亚州、佐治亚州以及弗吉尼亚州——在这里，马修·麦克吉（这位我们在第11章中提到过的重罪犯）经营着（现在仍在经营着）联合资本位于里士满的办事处。按照克罗尔调查公司的说法，自1997年出狱以来，麦克吉显然越过了小企业管理局对自己职责范围的限制边界。克罗尔调查

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司表示，许多出自里士满办事处的贷款均出现违约。

BLX公司聘用麦克吉的决定得到了小企业管理局的批准——前提是麦克吉不参与公司的财务事宜或信用审批职责。克罗尔调查公司发现，麦克吉一贯越权：监管里士满办事处所有小企业管理局贷款的获取、处理以及发放等；他还经常以个人的名义向贷款审批委员会递交贷款申请。一旦贷款通过，麦克吉便开始督促贷款的发放。存在歧义的是，证券交易委员会早已禁止麦克吉加入任何投资公司开展工作。联合资本无疑正是一家投资公司，显然，麦克吉违反了证券交易委员会对他的禁止令，因为我们并没有看到证据表明联合资本获得了证券交易委员会的豁免。

欺诈贷款普遍而盛行，而且看起来让人眼花缭乱。在佐治亚州的一个案例中，BLX公司向麦格尼特公司追加了160万美元的贷款。该公司经营一家由曼根·帕特尔所有的名叫霍华德·约翰逊快捷酒店的汽车旅馆。1998年，曼根·帕特尔的一笔贷款已出现违约。（事实上，之后的许多年里，BLC或是BLX公司仍然发放给了帕特尔多笔由小企业管理局担保的贷款，其中许多笔贷款的发放几乎在嘲弄代理贷款原则，而且也均出现违约。克罗尔调查公司发现，帕特尔自己便经常充当其中某些贷款的经纪人。）新贷款迅速出现违约，BLX公司因此损失超过100万美元，当然，由于纳税人的担保，小企业管理局返还给BLX公司其中的3/4。

克罗尔调查公司详细描述了发生在南部的其他一系列欺诈性汽车旅馆贷款案例，以及发生在底特律和纽约的一系列欺诈性加油站贷款案例，以及其中存在的问题。克罗尔调查公司发现了这样一桩汽车旅馆贷款案例：在办理贷款的一个月前，旅馆的房产被进行了分割，从邻近的餐馆、管理大楼以及停车场中独立了出来。BLX公司基于全部的资产评估发放了贷款，但是，担保物却仅为汽车旅馆本身。旅馆的所有人竖起了临时的木头篱笆，将资产进行了分隔，自由而清白地卖出了隔离开来的其他资产。

在另一个案例中，BLX公司于2001年向瑞安石油中心发放了135万美元的贷款。贷款人叫做埃莫尔·法兰，公司法人为阿卜杜拉·埃尔尤法利——一位给BLX公司带来许多生意的经纪人。后来，我们了解到，埃尔尤法利和哈林顿（BLX公司底特律办公室的负责人）是生意上的合伙人。对该资产的税收评估仅为44.3万美元，比贷款额度低约90万美元。几个月后，贷款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

违约之前，该笔贷款仅进行了唯一而且仅仅是部分的还贷。

BLX公司也给底特律地区的另一家加油站阿明通石油中心发放了135万美元的贷款，并再次写上法兰为贷款人。在接受卡鲁瑟斯的采访时，法兰告诉卡鲁瑟斯自己根本不知道加油站和贷款的事情。他说，自己只是个福特汽车公司的工程师。他暗示埃尔尤法利是自己的亲戚（我们后来知道是妹夫），后者正是贷款中的联系人。“我想我需要给埃尔尤法利打个电话了，是吗？”法兰说道。这笔贷款，当然，违约了。

在高夫塞德石油公司贷款案例中，埃尔尤法利仍然被列为公司的法人。公司从BLX公司借走了130万美元并违约。杰弗森·费尔·马特公司135万美元的贷款案例与此如出一辙。埃尔尤法利自己代理了上述贷款的发放，而相关记录显示，这无疑是一桩相关各方串通操作的虚假关联交易，贷款金额夸大失真。此外，20万美元的贷款收益落入侯赛因·查罗尔的腰包，侯赛因·查罗尔何许人？他参与某香烟走私团伙而被判服刑两年、缓刑两年，受到轻判的原因是作证揭发团伙的其他成员；该走私团伙利用走私收益资助黎巴嫩武装组织——黎巴嫩真主党。克罗尔调查公司报告，有证据表明，BLX公司底特律办公室仅仅审查了埃尔尤法利填写的、嘲弄小企业管理局要求的贷款申请表，便发放了贷款。包括埃尔尤法利的各项贷款在内，BLX公司在底特律地区总计发放的关于加油站或便利店的11笔贷款全部违约，金额合计高达1120万美元。

在弗吉尼亚州的诺福克市，克罗尔调查公司发现，BLX公司给镇点旅馆发放了一笔贷款。仅数月后该旅馆被警局关闭，罪名是该旅馆成为当地毒品交易的中心。旅馆的所有人自此停止还贷，而最终，旅店被诺福克市政府夷为平地。

柯莱顿酒店是位于南加利福尼亚州瓦尔特柏罗市的一家汽车旅馆，曾获得BLX公司的次级贷款，最终倒闭。一位瓦尔特柏罗银行（持有该旅馆的优先债券）的高级官员告诉克罗尔调查公司说，“我在法庭上以略高于第一抵押物价格的售价卖出了旅馆……BLX公司一无所获，损失至少是110万美元。”

克罗尔调查公司发现，从2000年年初开始，BLX公司发放的贷款中，累计超过100笔涉及破产申请。如同埃尔尤法利和帕特尔那样，克罗尔调查

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司发现，这些违约的贷款人通常与BLX公司启用的独立贷款经纪人之间存在着连带关系。有时，贷款人和经纪人甚至就是同一个人。有些银行告诉克罗尔调查公司，因为如此众多的贷款出现违约，BLX公司赢得了优先贷款提供商世界里“放款商的最后胜地”的“美誉”。

BLX公司漂亮地避开了大量的违约责任，但偶尔也会被管理当局盯住。佐治亚州麦格尼特公司160美元的贷款，便在违约初期于2002年引发了小企业管理局总监察办公室的审计，并被确认出无数的贷款违规操作（见www.sba.gov/ig/2-35.pdf）。小企业管理局的审计师认为，“合并贷款申请包的不足被掩盖”，而且，该贷款不符合代理资格标准。审计还发现，帕特尔从贷款收益中支付了自己17万美元，并用于偿还此前的小企业管理局贷款。这明显违反小企业管理局的规定，即“优先贷款提供商的任何贷款收益不可用于资助或偿还现有的小企业管理局贷款”。

总监察办公室最后定论：BLX公司的行为“是极端恶劣的，小企业管理局保留起诉放款人欺诈罪以获得赔偿的权力”。总监察办公室建议吊销BLX公司佐治亚州地区优先贷款提供商的资格，“有鉴于其未能遵守小企业管理局相关的法规、政策以及发放程序。”此外，要求BLX公司返还小企业管理局近75万美元的款项。然而，最终，小企业管理局既没有追诉欺诈罪的赔偿，也没有吊销BLX公司在佐治亚州的牌照。就像我们多次看到的那样，小企业管理局总是诡异地原谅了BLX公司的错误行径。

就连克罗尔调查公司采访过的某些BLX公司前雇员也惊异于公司开展业务的方式。“BLX公司的运作骇人听闻，”一位BLX公司的前高管向克罗尔调查公司如此形容，“他们的承销能力低劣，也缺乏恰当的培训，而且，因为没有官方的监管，他们便自以为小企业管理局从来不审查他们。他们就像是一些从未见过恶意贷款交易的纯粹的销售人员。他们的行为无异于为灾难开出的秘方。”

BLX公司前雇员们还指出，公司开足马力发放贷款的动力是，高管们的报酬与新生贷款的数量紧密挂钩。他们还指出，BLX公司将那些陷入丧失抵押品赎回权或是破产的受损贷款继续保留在账面上，以此回避确认账面损失。“很清楚，BLX公司向联合资本的股东们隐瞒了实际的贷款损失。”一位BLX公司前雇员这样告诉克罗尔调查公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大约就在此时，卡鲁瑟斯的另一个信息源给他讲述了自己在BLX公司的任职经历。这位前雇员认为，BLX公司至少应该为违约贷款进行1000万美元的减记。可是，BLX公司不愿意这么做。这位前雇员便来到了BLX公司首席执行官罗伯特·塔纳豪斯特的办公室，当面提议减记，并告诉首席执行官评估值不支持账面的结转价值。

塔纳豪斯特的反馈是："去他妈的评估值。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第20章 唤醒管理当局

绿光资本对冲基金的法律公司——艾金·岗普律师事务所，安排了与小企业管理局、证券交易委员会，以及纽约州总监察长斯皮策的会议，时间是2003年8月，目的是分享克罗尔调查公司的调查报告。在小企业管理局位于波士顿特区办公室举行的双方会议上，克罗尔调查公司实地调查的负责人乔克·弗格森，艾金·岗波律师事务所律师瑞奇·扎贝尔，以及我，一起面见了戴维·格雷（小企业管理局总监察办公室顾问），马克·伍兹（协助调查的总监察助理），以及加里·邓肯（小企业管理局佐治亚州亚特兰大市办公室官员）。

面对我们展开的一系列欺诈交易案例，他们表现得呆滞。

“你有这些贷款的小企业管理局数据吗？”他们中的一位问道。

“没有，我们没有。”弗格森回答。BLX公司的违约贷款报告并没有标注SBA的贷款编号。支持克罗尔调查公司调查的法庭记录中也没有这些数据。

他们中的一位问道，“你们知道我们如何拿到这些数据吗？”

小企业管理局真的是在询问一个外人如何取得自己家的贷款数据吗？显然，仅仅提供贷款人的姓名和地址是不足够的。

我几乎想尖叫，“给他们送张传票！”但是，我没有，我回答，“何不问问BLX公司？”

弗格森陈述完毕各桩贷款欺诈案件之后，接着指出贷款缺乏股权注入的问题。小企业管理局的一位官

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

员回应道，“我们随时都会看到这种现象，这里面有什么特别的吗？”听起来，他们似乎很了解没有人真正遵守贷款规则的事实。

这可不像是什么加班加点工作的政府调查员。会议的高潮出现在他们吹嘘自己实际上已经在年初从联合资本收回了近500万美元的违约贷款担保金的时候。显然，这是个大新闻，半年之后的今天我仍然没有从任何渠道知道这块金子重现江湖。

期待小企业管理局真正对我们的调查感兴趣是多么天真的想法呀。我们消耗私人资源，铺平了道路来证明那些一直存在着的、根本不应该发送的、至少耗费了纳税人几千万美元而结果却只会落入骗子口袋的贷款担保赔付诈骗！如果说小企业管理局资源有限，那么我们乐于提供帮助，而且显然也乐于提供更多的帮助——只要需要。但是，让人困惑的是，与我们会谈的这些家伙，按理说，他们所选择的正是致力于发现此类不当行为的职业，但却似乎并不愿意做点什么对此加以阻止。

弗格森告诉他们，他列出了一份资源清单，可以有助于他们的调查。我们建议小企业管理局指派一位官员跟踪此事，稍后给弗格森打电话索要清单。可遗憾的是，没有人打来电话。

弗格森主动联系了小企业管理局的一位官员，了解到小企业管理局认同克罗尔调查公司对于曼根·帕特尔贷款案的论断。2004年4月，弗格森给我们传达了在与小企业管理局某官员的对话后了解到的最新情况：

> 总监察办公室难以从小企业管理局的内部计算机记录中拿到任何列示在日期为2001年8月的《BLX公司逾期贷款报告》中的贷款数据。
>
> BLX公司文件第113页中显示的贷款没有相应的小企业管理局贷款编号，因此总监察办公室无法找到这些贷款在小企业管理局计算机中的数据。小企业管理局发现，2001年8月份的数据库已无法查找。
>
> 最近，总监察办公室聘用了一位前小企业管理局贷款官员，负责调查BLX公司违约贷款的情况。这位受聘官员已开始着手针对BLX公司的两项贷款记录展开调查——来自小企业管理局的消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息如是说。

她正在调查BLX公司现有的贷款状况，以了解小企业管理局是否能够在出现贷款违约时及时地得到通知。

此外，她还针对出现在2001年8月的BLX公司违约贷款清单中的所有贷款展开调查，以确认小企业管理局是否得到通报，以及何时得到通报。

小企业管理局早些时候的一个发现是，违约贷款的收益没有得到准确使用。“我们发现了大量的问题。”来自小企业管理局的消息说。

目前，由于人手不足的原因，仅有一位总监察办公室的官员负责调查BLX公司的贷款组合状况。

设置了专员并发现了大量问题，这些都是好的信号。或许小企业管理局只是慢而已——相对于我们这只野兔来说的一只乌龟，但总会到达终点。但是，如果调查员无法从小企业管理局取得贷款数据的话，那么为什么他们不直接致电BLX公司，要求他们提供过去几年来的月度逾期贷款报告呢？此外，再要求BLX公司注明相关贷款的小企业管理局编号？

缺乏资源可不是个小问题。要知道，小企业管理局已有50多年的历史。它成立于艾森豪威尔执政期间，是1953年通过的《小企业法》的衍生物。它的目标是致力于帮助小企业提高竞争力。

小企业管理局的贷款资金来源于民间，而非政府。相反，政府扮演的是贷款担保人的角色，它对每一笔贷款收取担保费，这些担保费将用于支付违约贷款的损失。不过，如果损失超过担保费收入，纳税人将落入圈套。

小企业管理局7（a）贷款方案是小企业管理局规模最大的贷款方案。小企业管理局要求该方案的执行前提是在发放贷款前必须得到审批通过。为了加速放款，代理机构于1984年推出了优先放款人方案，代表小企业管理局做出大量决策，例如贷款审批、贷款服务以及清算活动等。代理机构自身具备专业的贷款素质。2003年，放款人通过7（a）方案为6万多家企业担保发放了超过100亿美元的贷款。

由于优先放款人方案的程序更快捷、更有效率，更节约纳税人的成本，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最终，政府把决策权彻底下放到了私人企业的手中。有人或许会想，小企业管理局可以指定自己保留的某些资源来从事优先放款人方案，以避免为防止违约而审查每一笔贷款，但事实并非如此。

7（a）的绝大部分贷款都通过优先放款人方案来发放。鉴于自己承担的部分监察责任，国会曾请求美国会计总署考评小企业管理局对放款人的监察能力。2002年12月，美国会计总署提交报告称，小企业管理局将评估优先放款人方案的职责外包给了外部公司（并由被评估放款人支付费用）。美国会计总署发现，考评往往没有对放款人的贷款决策做出合格的评价；相反，只是走马观花地针对放款人提供的某个贷款案例的相关文件进行有关放款人流程和文档保管的粗略浏览。根据美国会计总署的报告，小企业管理局并没有恰当地评估优先放款人方案所发放贷款组合的财务风险。报告还指出，小企业管理局缺乏恰当的监督放款人的人力资源。放款人监察办公室仅拥有12名成员，而待监管的放款人却多达400多个，其中包括BLX公司。监察办公室中，仅有一名官员负责所有小企业管理局贷款方案的组合分析和报告。

美国会计总署的报告指出，“优先放款人方案的审查并未针对财务风险的考评，对于改进风险监督和管理的建议，代理机构反应迟缓——这无疑向小企业管理局的贷款组合转嫁了潜在风险。优先放款人方案的审查应针对放款人是否遵守小企业管理局的规定和指南，然而，审查未能提供放款人有效评估贷款人贷款资格和信用的恰当保证。”

小企业管理局通过调查问卷和一览表对放款人进行审查，一般来说，仅审查放款人文档中文件的缺失与否。审查员“只需要审查贷款文档的完整性，并进行归档。审查人员依靠放款人的证明而非对贷款文档文件的独立评估来得出结论”。一句话，没有任何实质意义的走过场。

“小企业管理局官员声称，放款人审查员着重于对放款人进行信用决策的流程进行审查，而不是放款人的决策本身；放款人审查与得出贷款不应发放的决定的审查不同。一位小企业管理局官员声明，审查人员并不执行对放款人信用决策的深入的财务分析的评估，因此，放款人审查的过程中，仅对缺失文件提出质疑……这位官员还提到，应加强对放款人审查人员的培训，以便在审查过程中，对贷款文件做出更合格的评估。”美国会计总署

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的报告的结论是，“由于缺乏更实质性的手段评估放款人的贷款执行情况，现有的放款人审查方法无法提供有意义的评估。”

联合资本吹嘘BLX公司定期获得优先放款人方案审计的最优评级。显然，这几乎等同于优良的文档技术，以及面对培训贫乏的政府合同审查员的召唤的时候，表白自己遵守各项规定的能力。即便出现错误，美国会计总署发现，小企业管理局甚至没有建立流程来吊销或废除优先放款人方案资格。事实上，根本没有针对评级低劣的优先放款人方案的后续处理流程。由于小企业管理局希望鼓励放款人参与优先放款人计划，因此，它选择了“与放款人一起解决问题，并因此很少终止优先放款人方案”。

在这样的制度框架下，不难想象，一群坏蛋将有可能诈骗政府和纳税人的大量美元。正如克罗尔调查公司声明的那样，“BLX公司的高管们知道自己完全可以无视小企业管理局的规则，因为小企业管理局从根本上缺乏对优先放款人方案的具体放款实践的有效监管和调控。事实上，小企业管理局根本不了解BLX公司发放贷款的质量，也不知道BLX公司是否遵循了小企业管理局的原则和规定，更不清楚BLX公司贷款业务的运行。”

在我们与睡眼惺松的小企业管理局进行完让人气馁的会见之后，我们当天下午继续赶往证券交易委员会的总部。我们会见了证券交易委员会的两位强制执行官员——查尔斯·费尔克和沃尔特·金赛。他们手拿空白便笺走入会议室，让我们道出一切原委。他们记录了大量笔记，看起来就像是在投入地听演讲。我们从BLX公司的错误行径讲述到联合资本如何利用BLX公司来夸大自己的财务数据，并做出错误的、误导性的声明混淆市场。金赛要求我们提供一份书面的总结，并对我们没有随身携带这样的总结感到遗憾，不过我承诺随后及时提供。

与证券交易委员会的会见情况好于与小企业管理局的会见情况的感受犹如低矮的篱笆，很容易就被清除。如同小企业管理局，证券交易委员会的官员同样对获取跟踪调查的人名清单毫无兴趣。事实上，没有任何迹象表明他们跟进了我们提供的情况和事项。当我第二年春天再次回到证券交易委员会的时候（下一章具体讲述），证券交易委员会更换了全新的律师队伍，他们显然对此前的会见历史毫不知情。

我们继续官方三连战，接着会见了总监察官艾略特·斯皮策，时间是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2003年8月14日——东北部地区大断电的日子，在我们离开后不久纽约市供电中断。斯皮策没有做笔记，尽管他听得很专注。他提出了一些很好的问题，索要了一份克罗尔调查公司的报告，承诺阅读后归还我们。我们离开的时候，乐观地以为官方将着手调查此事。但出乎我们的意料，我们从此再也没有得到来自斯皮策办公室的任何音讯。

■ ■ ■

2003年10月，我给证券交易委员会送去了长达39页的信件和相关分析报告。信中详细追溯了我们最初的会计批评，以及联合资本会计准则的变更事实。我们提供了一份针对联合资本所谓使用一致的会计考评方法的言论的检测统计报告。通过比较联合资本季度之间进行的投资价值变更的比例，我们可以证明，几乎毋庸置疑，联合资本蓄意变更其投资组合的价值评估方法。

用专业统计学的术语来说，如表20-1所示，显示出置信水平99.9%，相关系数0.95，R平方值0.9，以及t统计值8.8。用非统计学的语言来描述，那就是上述结论与统计数据一样确凿无疑。

表20-1 每个季度确认的增记金额和减记金额

（单位：1000美元）

日期	增记	增记	减记	减记	总变化	
2000年12月31日	8	6 349	3	(1 851)	11	
2001年3月31日	9	27 806	8	(17 400)	17	
2001年6月30日	9	6 325	9	(6 330)	18	演讲
2001年9月30日	1	28 250	14	(12 472)	15	之前
2001年12月31日	14	24 462	10	(32 057)	24	
2002年3月31日	3	13 794	6	(15 251)	9	
2002年6月30日	15	98 681	32	(80 267)	47	
2002年9月30日	18	12 194	26	(30 277)	44	
2002年12月31日	18	70 545	44	(57 422)	62	演讲
2003年3月31日	17	6 533	29	(22 937)	46	之后
2003年6月30日	20	63 532	35	(59 729)	55	
2003年9月30日	22	23 057	39	(43 296)	61	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

日 期	增 记	增 记	减 记	减 记	总变化	
2003年12月31日	27	71 984	32	(40 557)	59	
2004年3月31日	24	11 983	36	(50 624)	60	
2004年6月30日	31	43 425	35	(26 112)	66	
2004年9月30日	33	27 010	37	(30 910)	70	
2004年12月31日	39	56 876	38	(79 086)	77	
2005年3月31日	35	116 767	38	(57 873)	73	
2005年6月30日	30	122 837	45	(46 054)	75	
2005年9月30日	42	113 693	29	(88 498)	71	演讲
2005年12月31日	41	354 455	32	(54 853)	73	之后
2006年3月31日	48	85 325	24	(56 460)	72	
2006年6月30日	41	49 587	35	(75 128)	76	
2006年9月30日	39	139 714	38	(115 028)	77	
2006年12月31日	49	140 489	32	(155 295)	81	
2007年3月31日	49	152 674	43	(76 167)	92	
2007年6月30日	62	114 779	34	(88 485)	96	
2007年9月30日	45	84 634	49	(242 806)	94	

2003年7月29日，联合资本的电话会议上，美联银行分析员胡克的提问引人注目，他询问联合资本近5个季度以来不断增加的增记和减记是否意味着评估方法的变更。“你知道，事实上我想这种情况更多地反映经济状况而不是其他。评估实践始终保持一致。”斯维妮打了个幌子。

我们进行了另一项统计分析，表明联合资本抹平了它的投资绩效，而不是独立地评估每一项投资。特定时间内增记的投资额总是与同一时间段内的减记总额相关联（相关系数为0.93，R平方值为0.86，t统计值为7.4，置信度为99.5%）。2002年6月联合资本变更了会计准则后的第五个季度，上述关联关系表现得越发强烈（相关系数为0.99，R平方值为0.98，t统计值为13.4，置信度为99.9%）。这无疑表明联合资本在人为地“管理”评估数据的增记和减记。

增记和减记应该是负相关的关系，或者说反相关的关系，因为经济或资本市场的变化在同一个时期只可能出现一种趋势。由于联合资本的投资组合与经济状况正相关，因此，投资组合的增记和减记应体现负相关。在强劲的经济形态下，增记应远远多于减记。反之，在疲软的经济形态下，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

减记应远远多于增记。我们的分析显示，联合资本为了制造平滑的绩效，进行了违反规律的人为操作：联合资本逐步减记问题投资，并将减值数额控制在与收益相匹配和抵消的范围之内。

我们进行的第3项统计分析表明，联合资本投资价值的当前值和后续值的变化呈现出序列相关性。数据显示，投资的初始减记与进一步的减记之间不成比例的可能性高达99.9%。如果管理层公平地评估资产的话，进一步的调整便应该是独立于此前的调整的。这里不应该出现规律，而减记本身也不应招致进一步的减记。就像几年前斯里莫资本公司（已停盘）出现的状况，我们从中唯一能够得出的结论就是，联合资本缓慢地——蓄意缓慢地、保持盈利状态下缓慢地——消化坏消息。

联合资本的行为远远超出不当行为的界限。对于投资公司来说，人为进行收益与损失匹配而获得平滑绩效，以及故意延迟明确出现的问题等做法都是违法的，这样的做法将夸大收益和资产负债表。联合资本延迟减记的实践，为它们不断卖出其他股权留下了时间上的余地，使它们能够稀释损失造成的最终影响，同时，也给投资者制造了一幕假象，即比实际结果更平滑、更稳定、风险更小的投资结果。统计分析显示，这并不是一件涉及区区几个毫无关联的夸大估值的趣闻轶事，而是更大范围的、系统性的人为操纵报告和误导结果的案件。联合资本的投资案例中，一些明显欺诈，而另一些则比较隐蔽。有鉴于情况复杂，不便于当局掌握，所以我们努力做出统计分析报告，交付当局，让事实更清楚地显现。

除了能够证明联合资本违法地平衡投资组合绩效的统计分析报告之外，在我接下来递交给证券交易委员会的信件中，还包含了一份关于BLX公司的分析报告，其中详尽探讨了联合资本高价收购BLC金融公司（联合资本支付了4倍的账面价格，以及对交易前交易价格非同寻常的溢价）的事实，并指出，虽然联合资本的财务报告中报告了从BLX公司收取的利息和管理费用，但是这家子公司仍然烧掉联合资本无数的现金。资金通路构成了循环：联合资本每个季度都在增加对BLX公司的投资。联合资本于2002年6月开始披露关于BLX公司的部分综合财务信息，并持续披露了1年，这些信息显示，BLX公司的贷款并不符合2002年8月投资者大会时联合资本承诺的现金经济。贷款的平均售出现金溢价率仅为4.3%，而不是10%。剩余资产的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值这一年中增加了5600万美元，与之形成对比的是，息税管理费前收益为4400万美元，这意味着，息税管理费前收益的126%为非现金。也就是说，BLX公司根本没有现金产出来支付联合资本：联合资本来自BLX公司的所有“收入”都基于联合资本对BLX公司更多的现金投入。

然而，在贷款发放数量和息税管理费前收益的变化并不明显，以及斯维妮在2003年7月29日的电话会议中坚持认为联合资本采用了一致的评估流程来评估BLX公司的前提下，联合资本仍然于2003年6月30日把BLX公司的企业价值由原来的3.9亿美元提高到4.65亿美元。

联合资本该季度确认了在BLX公司的投资中，5000万美元“未实现增值”。由于联合资本报告了5900万美元的净收入，因此，BLX公司的增记构成了联合资本的绝大部分收益。这一增记超过了来自其他4项投资的同期减记：艾克特维公司——1400万美元；ACE产品——1000万美元；卡乐工厂——800万美元；以及美洲银河电信公司——700美元。

联合资本解释道，BLX公司价值的部分增值来自对比公司的倍数指标。这些倍数指标从2003年3月以来到2003年6月间，出现了暴涨。在第二季度的电话会议上，联合资本引用最高的公开倍数指标来解释BLX公司价值的巨额增记——即便它的运营结果并没有得到改善。然而，2002年9月，对比公司的倍数指标也曾跌落了平均32%，但并没有引起联合资本的减记。每个人都知道，2003年6月的倍数指标低于2002年6月。我们无从知晓联合资本如何改变了对BLX公司的评估方法，但是，我们确定改变的存在。

接下来的这个季度，联合资本披露更换了分析中的对比公司。联合资本剔除了DVI Inc.——它破产了，取而代之的是采用随时间推移确认收入会计准则的几家公司，其中包括HPSC Inc.、GATX Corp.以及资本源公司。这是联合资本第一次在证券交易委员会的备案中明确公布交易的对比公司。联合资本在电话会议中声称，对比群“基本不变”，但事实是“变化巨大”。

最后，提交证券交易委员会的信件还探讨了联合资本对西尔曼公司、美洲银河电信公司、星创环球电信公司、美国仙童半导体公司、鲍威尔公司、抵押贷款证券投资组合，以及安德克斯等公司的投资。我们提醒证券交易委员会关注安德克斯首席执行官托德·维奇曼的个人经历，后者道出，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联合资本曾要求他虚假声明公司的财务状况，以掩盖与高级放款人之间的问题。此外，我们还归纳了克罗尔调查公司关于APS公司的发现。

“简而言之，”我在信件中写道，“从我们的观点来看，联合资本仍在继续进行估值欺诈和会计欺诈，并试图通过发布误导性声明来掩盖其估值的实践。这样的实践在一次又一次的投资中反反复复地出现。”

信中继续阐述，“通过这样的实践，联合资本向公众呈现了一种关于公司的优势和投资组合的彻底错误的观点。这样的欺诈让联合资本不断壮大——像它近期的股票配股表现出的那样。”自从我2002年5月的演讲以来，联合资本从近2200万配股中增值4.7亿美元，约合公司总市值的20%。

信件的末尾，我敦促证券交易委员会更积极地调查联合资本：“容忍联合资本继续它的不法行径，既是对投资者，也是对那些诚实做账、‘全额’披露各项投资的负面信息的同业投资公司的严重的不公平。我们请求你们调查联合资本，立即采取适当、公开的行动纠正联合资本误导性的披露和夸大的财务数据。”

■ ■ ■

接下来，就像往常一样，我们等待。等待期间，联合资本公布了BLX公司第三季度糟糕的贷款发行量和营业利润，其中，贷款发行量萎缩21%，息税管理费前收益下降53%，仅为600万美元；去年同期，该数字高达1290万美元。在2003年10月28日的业绩公布电话会议上，联合资本的管理层首先避开对业绩的解释，而是鼓吹，为了改善证券化的实施——这要求多样化的行业关注度，BLX公司从小企业管理局获取了向所有市场（包括波多黎各和关岛等）提供优先放款人方案的资格。BLX公司的贷款似乎过于集中在加油站和旅馆上。这一降低专注度的“战略转移”引起了发行量和利润的下降。管理层认为，问题可能出在“多样化的努力需要时间”。尽管公司承认这一糟糕的情况还将持续一段时间，但是，联合资本仍然进一步将BLX公司的企业价值由4.65亿美元提升为4.76亿美元。

这些数据很重要。正如我们在第12章中讨论过的那样，联合资本最初描述的对BLX公司的评估方法就是荒谬的。但是，当时的估值，对比联合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本最新发布的企业价值，无异于小巫见大巫了。

如表20-2所示，发行量和息税管理费前收益一整年都在下降。BLX公司出现了更多的银行负债。即便如此，联合资本仍然大幅增加各项投资的估值。一年前我们便认为不合理的估值倍数指标，同样巨幅膨胀。联合资本甚至不顾经营指标的恶化，对BLX公司倍数指标的膨胀处理达到了荒诞的境地。

表20-2　BLX公司估值比较

（单位：100万美元）

	2002年9月	2003年9月	增长（%）
大部分近期季度发行量	153.7	121.4	−21.0
大部分近期季度收入	25.7	24.9	−3.1
大部分近期季度息税管理费前利润	12.9	6.0	−53.5
过去12个月的发行量①	624.5	564.3	−9.6
过去12个月的收入	94.0	108.3	15.2
过去12个月的息税管理费前利润（报告）	47.0	37.5	−20.2
过去12个月的息税管理费前利润（调整后）②	47.0	42.1	−10.4
未付银行债务	96.9	129.5	33.6
ALD对BLX公司的投资③	254.3	344.9	35.6
企业价值④	351.2	474.4	35.1
倍数指标：	**2002年9月**	**2003年9月**	
企业价值/发行数量⑤	0.57x	0.98x	
企业价值/发行量（去年）	0.56x	0.84x	
企业价值/息税管理费前利润⑥	6.8x	19.8x	
企业价值/息税管理费前利润（去年报告）	7.5x	12.7x	
企业价值/息税管理费前利润（去年调整）	7.5x	11.3x	

①不包括2003年从阿姆斯科购入的1.215亿美元贷款。

②鉴于各种各样的非盈利费用，联合资本建议调整BLX公司的息税管理费前利润。

③联合资本的结转价值。

④简化为银行负债加上联合资本结转的投资价值。

⑤大部分近期季度年化。

⑥大部分近期季度年化。

我们可以追踪联合资本与BLX公司之间流动的资金轨迹。联合资本确认超过BLX公司息税管理费前收益所能够产出的更多的管理费、利息和股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息——没有一项是现金。我们将所有证券交易委员会的备案文档进行了拼凑后发现，去年，BLX公司在支付联合资本前烧掉了3200万美元现金。BLX公司从自己的信用渠道借入了现金，而联合资本签署了相关文件。之后，BLX公司“支付”联合资本3900万美元的利息、管理费和股息。这笔钱作为收入体现在联合资本的账簿上，推高了联合资本的每股收益。与此同时，联合资本追加3900万美元对BLX公司的投资。这简直就是完美的闭合资金循环。

■ ■ ■

2003年11月18日，我在一次由美林证券举办的投资会议上询问沃尔顿关于BLX公司现金流的问题。他的回答是，“BLX公司产出大量的现金”，而且“产出大量的现金流、大量的收益，并支付股息”。沃尔顿的声明简直就是执意歪曲事实。如表20-3所示，联合资本提交证券交易委员会的披露报告中已指出，BLX公司确实烧光了现金，因为63%的收益和181%的息税管理费前收益均为非现金。BLX公司需要更多的贷款，以及来自联合资本的进一步的直接投资才能够填上窟窿。

表20-3　BLX公司非现金收入

（单位：100万美元）

总收入	108.3	(A)
现金百分比（包括剩余现金）	83%	(B)
现金收入（包括剩余现金）	89.9	(C) = A × B
剩余现金	49.3	(D)
现金收入	40.6	(E) = C − D
非现金收入	67.7	(F) = A − E
息税管理费前利润	37.5	(G)
非现金收入/总收入	63%	(H) = F/A
非现金收入/息税管理费前利润	181%	(I) = F/G

我们可以估算出，BLX公司对每一笔发行的贷款都计入约15%的利润。一笔平均生命周期为4年，利息率封顶为基准利率上浮2.75%的贷款，其价值怎么可能超过票面价值，达到15%的利润率呢？这样就可以：证券交易委

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

员会的备案显示，BLX公司首先取得了平均发行服务费，其次由于出售有担保部分的贷款而获得约6%的溢价，再加上BLX公司账面每笔贷款约9%的非现金剩余价值……就算BLX公司卖出了最有价值的部分——有担保部分，但以9%的收益率结转更少、更有风险的无担保部分的贷款仍然是不合理的。BLX公司只有通过超级武断假设前提下的销售收入会计准则的魔力才能够如愿。

■ ■ ■

在我们等待证券交易委员会采取行动期间，绿光资本对冲基金公关公司埃布尔奈西的史蒂夫·布鲁斯建议我们会见《纽约时报》记者科特·易臣沃德。易臣沃德拥有“智慧的牛头犬”的名声，从不畏惧调查有欺诈嫌疑的公司，他自己也正在撰写关于安然欺诈案的著作《傻瓜的阴谋》（*Conspiracy of Fools*）。

易臣沃德邀请我们到他工作的地方（达拉斯）见面。2003年10月，布鲁斯、克罗尔调查公司的乔克·弗格森和我一行飞往达拉斯，会见易臣沃德。我们在达拉斯的新月酒店一起面谈了大约5个小时。我们陈述了联合资本和BLX公司欺诈贷款和会计准则的情况。弗格森与易臣沃德一起浏览了克罗尔调查公司的报告。我们还向易臣沃德提供了一部分证券交易委员会的信件和本克实验室的报告。

“给我详细讲讲，”易臣沃德请求弗格森，“这究竟是怎么回事儿？”

易臣沃德似乎对毒品据点旅馆贷款和底特律加油站欺诈贷款倍感兴趣。他希望了解所有的细节。易臣沃德提出了很多极好的问题。他曾目睹过类似的东西，知道如何报道类似的故事。他激动万分而且兴致盎然。坐在沙发上阅读文件的整个过程中，他都精神百倍。“这简直不可思议，”他嚷嚷道，“噢，太好了，我爱死它了。”

“证券交易委员会做了些什么？为什么他们看不出其中的奥妙？《华尔街日报》为什么没有扑到这上面？”

会谈结束时，易臣沃德对我们说，“我愿意报道，不过我要求独家。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“当然，”我回答道，“没问题。”

易臣沃德告知我们报道这样的事情需要很长的时间，但他承诺如果事实确凿，他一定报道。离开达拉斯的时候，我在想，我们或许会在6个月内看到东西了。

一个月又一个月过去了……什么都没有发生。在易臣沃德的要求下，我们一直不断发送更多的文件和更新事情的进展，而他也始终热情高涨地表示，他需要所有的信息。易臣沃德声称他已着手动笔，但是，我们建议他联系的任何资源都没有反馈说接到过电话。这可不是什么好兆头。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第21章

900万美元的资本游戏

有时，我们在最不起眼的地方找到重大突破。吉姆·布里克曼，这位达拉斯退休的房地产开发商一直坚持对联合资本和BLX公司的独立研究，并在2004年年初有了惊人发现。

布里克曼深入挖掘BLX公司不良贷款破产备忘录的法庭记录。在一份关于科罗拉多州一家名叫奥瑞斯忒亚的便利店的破产记录中，联合资本的律师而非BLX公司的律师出人意料地出现在法庭上回收贷款。联合资本告诉法官，自己正是贷款的所有者并向法庭出示了证据。该证据是一份简洁但充分有效的文件。联合资本告知法庭，BLX公司出让给联合资本10笔贷款，其中包括法庭正在处理的这一笔，总额共计9 062 489美元，以冲抵BLX公司对联合资本的等额负债。该文件签署日期为2003年2月3日，由联合资本的斯维妮和BLX公司的塔纳豪斯特共同签署。为什么联合资本要全额接手一笔来自BLX公司的违约贷款？为什么还继续接手如出一辙的其他9笔违约贷款？

布里克曼和我全力收集关于这10笔贷款的更多信息。BLX公司披露的2001年8月的逾期贷款报告中出现了它们的身影。我们从中找到了其中的9笔贷款，并发现，早在2003年2月BLX公司将它们全额转让给联合资本之前，它们已拥有长期的拖欠记录。法庭记录清晰地表明，这些贷款不仅纯属不问题贷款，而且是除了维托科勒之外所有人公认的无以回收的贷款。

那么，为什么联合资本会接手这样的贷款呢？我的第一个直觉便是，为了掩盖BLX公司不断恶化的状

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况。由于联合资本给予BLX公司至少11倍的市盈率估值，因此，对于BLX公司来说，价值900万美元的损失便将构成联合资本9900万美元的估值损失。所以，将贷款由BLX公司转移到联合资本的做法，将使联合资本给出的BLX公司估值提高9900万美元。而对于联合资本来说，拥有这些贷款，只不过形成900万美元的账面损失。表21-1列示了所有由BLX公司转移到联合资本的10笔贷款。

表21-1　转移到联合资本的不良贷款

公　司	金额（万美元）
Au Gres Pinewood Inn，Best Western Pinewood Lodge	100
Avant-Garde Enterprises	40
Dibe's Petro Mart	100
Farmer House Foods and XTRA Foods and Orchard Food Center	100
Federal One Stop and William Grossi	100
The Kelfor Companies	110
The Learning Center at Birch Run's Playpark	100
The Links at Birch Run's Playpark	100
奥瑞斯忒亚	100
1750 Woodhaven Drive and the ATS Products Corporation	50

2002年，奥瑞斯忒亚破产，当此之时，该公司仍拖欠于1998年12月从联合资本取得的100万美元的期票贷款。时至2003年8月，奥瑞斯忒亚共欠联合资本 120万美元，不过，最大的债权人仍当属BLX公司。同一时间，BLX公司对奥瑞斯忒亚的贷款额为110万美元，外加相应的法律费用，以及牵涉另一桩表面无关联的贷款的费用。

在一份奥瑞斯忒亚起诉联合资本的法律备忘录中，奥瑞斯忒亚声称，联合资本的业务代表给出的评估报告“有意夸大收入，低估费用，结果导致无法实现的债务服务目标显示出合理性和可实现性”。根据奥瑞斯忒亚的说法，2000年8月16日，联合资本向奥瑞斯忒亚补充贷款13.5万美元，作为1998年贷款的追加——在一个无疑“知道或应该知道盈利评估根本无法实现”的时刻。奥瑞斯忒亚的申诉进一步阐述，“对于如此规模的便利店运作来说，贷款余额远远超出了合理的债务水平。”该申诉还宣称，“联合资本故意贷款给那些明知其无力承担沉重债务的加油站经营者。”最终，联合资本利用保密

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

条款了结了本官司。

其他的贷款尽管形式各异，但却殊途同归——坏账。它们中的大多数均告破产，虽然其中一些最后免于破产，但是，这类性质的贷款，无疑只能视做慈善捐赠。然而，联合资本依然替所有贷款向BLX公司支付了全额账单。

与此同时，联合资本却自2003年4月起，在股票市场上大显神威，甚至于2004年2月间上涨到每股31美元的高位。当布里克曼公告了自己关于贷款案件的发现，并在Yahoo！公告栏上链接了相关的法律文件之后，联合资本的股票价格快速回落几个百分点。联合资本，就我所知，根本没有把相关的信息披露给投资者。在联合资本向证券交易委员会提交的所有备案文档中，我也没有发现任何关于转移贷款的文字记录。

■ ■ ■

联合资本拙劣的投资案例越积越多。随后，又有两家取得联合资本贷款的企业陷入破产保护。一桩桩破产案例无疑汇聚成联合资本衰败历程中一个个生动鲜活的失败贷款实例。

2003年12月，艾克特维公司开始陷入破产困境。1999年，联合资本曾对此投资1600万美元于次级债务及担保。自2002年年初起，艾克特维公司不是停止便是减少了对联合资本的定期利息支付。尽管如此，直至2002年9月，联合资本仍然按照成本结转对艾克特维公司的投资。2002年的全年财务报告中，也仍然继续体现非现金收入或以实物支付收入的自然增长（见表21-2）。根据艾克特维公司破产时的清算计划，公司于1999年至2002年间，损失了1/3的收入，以及超过半数的收益。也就是说，远在2002年年底之前，联合资本缺乏利息收入和衰退的迹象便已确凿无疑。根据法院的破产记录，联合资本给予艾克特维公司的贷款属于次级贷款，仅能够参与“很少”甚至“无法”参与资产清算。

2004年2月，加登瑞德公司申请破产。1999年，联合资本投入2800万美元参与加登瑞德公司零售业的次级债券及权益证券。2003年，联合资本的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年度10-K报告指出，联合资本拥有对加登瑞德公司2730万美元的债务投资，但加登瑞德公司的财务报表上所显示的债务却仅为2530万美元。我们怀疑这笔甚至没有出现在加登瑞德公司账簿上的200万美元，实际为联合资本计价的以实物支付收入。加登瑞德公司的破产记录指出，自1999～2002年，公司店面销售额同比下降16%，息税折旧摊销前利润从盈利2480万美元跌落至亏损1830万美元。自联合资本投资加登瑞德公司起，加登瑞德公司快速衰败，其间损失高达4500万美元。同样，截至2002年9月之前，联合资本依然以成本结转对加登瑞德公司的所有投资债券和权益证券。2002年12月，联合资本才终于把对加登瑞德公司的权益证券投资计价为0，债券投资计价为成本的95%。联合资本对加登瑞德公司的投资记录就这样一直采用渐进、温和减少的方式对每个季度有序递减，直至2004年年底（见表21-3）。

表21-2 艾克特维公司

（单位：1000美元）

日期	债务投资		股权投资		备注
	成本	价值	成本	价值	
1999年12月31日	15 825	15 825	360	360	原始投资
2001年12月31日	15 938	15 938	360	360	以实物支付收入可能增长
2002年3月31日	16 658	16 658	360	360	停止或减少利息支付，但未记录
2002年6月30日	17 327	17 327	360	360	以实物支付收入可能增长
2002年9月30日	18 061	18 061	360	360	以实物支付收入可能增长
2002年12月31日	18 830	16 500	360	—	第一次记录
2003年3月31日	18 830	14 315	360	—	由于联合资本有可能接手，因此价值仍然得到体现
2003年6月30日	18 830	—	360	—	联合资本放弃收购
2003年9月30日	18 830	50	360	—	
2003年12月30日	18 830	50	360	—	申请破产
2004年6月30日					实际损失1 930万美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表21-3 加登瑞德公司

（单位：1000美元）

日期	债务投资		股权投资		备注
	成本	价值	成本	价值	
1999年12月31日	26 537	26 537	1 743	1 743	原始投资
2000年12月31日	26 537	26 537	1 743	1 743	恶化，但未记录
2001年12月31日	26 948	26 948	1 743	1 743	恶化，但未记录
2002年3月31日	27 006	27 006	1 743	1 743	恶化，但未记录
2002年6月30日	27 070	27 070	1 743	1 743	恶化，但未记录
2002年9月30日	27 133	27 133	1 743	1 743	恶化，但未记录
2002年12月31日	27 198	25 667	1 743	—	第一次记录
2003年3月31日	27 264	25 712	1 743	—	
2003年6月30日	27 271	25 000	1 743	—	联合资本放弃收购
2003年9月30日	27 271	25 000	1 743	—	
2003年12月30日	27 271	20 323	1 743	—	
2004年3月31日	27 271	20 323	1 743	—	申请破产
2004年6月30日	27 271	18 300	1 743	—	
2004年9月30日	27 271	16 500	1 743	—	
2004年12月30日	27 271	12 722	1 743	—	
2005年3月31日	27 271	12 722	1 743	—	
2005年6月30日	22 500	14 985	—	—	由于破产实现损失710万美元
2005年9月30日	22 500	16 935			将债权利息调整为7%
2005年12月31日	22 500	22 500			价值平衡
2006年3月31日	22 500	15 369			价值不平衡
2006年6月30日	22 500	8 455			价值不平衡
2006年9月30日	22 500	13 630			价值不平衡
2006年12月31日	22 500	22 500			7%的债权，价值重新平衡
2007年3月31日	22 500	22 500			
2007年6月30日	22 500	22 500			
2007年9月30日	20 500	20 500			

■ ■ ■

早在加登瑞德公司申请破产前几个月，大约是2004年年初，我曾与我们的一位长期合作伙伴就我们对联合资本的投资以及政府责任缺失的问题进行过探讨。在深深为联合资本中上演的“剧目”所震动后，她告诉我她与证券交易委员会主席比尔·唐纳森有一些社会交往，并承诺把我们的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息直接传递给主席本人。我给她写了两页纸的综述，她在综述上附上了自己的私人便条。几个星期之后，她收到了一封感谢致意的公文回信。又过了几个星期，四位来自证券交易委员会的执行官员传唤了她，询问关于联合资本的更多情况。显然，证券交易委员会终于组织团队开始对联合资本深入调查。现在，轮到我为证券交易委员会终于出动的方式而惊诧了。

布里克曼向证券交易委员会提交了关于900万美元转移贷款的报告。证券交易委员会就此传唤了布里克曼，并邀请他到华盛顿参加相关会议。布里克曼请求证券交易委员会允许我加入会议。我们计划于2004年4月27日举行正式会议。

布里克曼同时致电了来自美联银行的分析师胡克。胡克曾在我发表关于联合资本的演讲两天之后，开始给予联合资本于每股23.2美元“强烈推荐买入”的评级，并咄咄逼人地与我争辩他强烈看涨的观点。不过，此后，他反复调低对联合资本的评级。2002年7月，在联合资本公布了令人失望的二季度财务报表之后，胡克把对联合资本的评级调整为于每股22.4美元“买入”。2003年1月，胡克再次把对联合资本的评价调整为每股23.55美元“中性”，认为应“审慎评估”。最终，2003年4月，胡克“鉴于当前股息越来越依赖于资本收益，预期未来连续两年每股净收益下降，2004年股息下降的风险增大，再考虑到信用记录的不断恶化，出于审慎评估的考虑”，把对联合资本的评级调整为每股21.22美元“弱于大市”。

胡克游说联合资本增加透明度，提高披露水平，包括公司与BLX公司之间的交易秘密。在遭到拒绝后，胡克写道，“以BLX公司的规模而言，我们相信管理层应该提供关于BLX公司的审计财务报告。”胡克对于联合资本的评价发生了从乐观到悲观的转变，并发表了多篇犀利的研究报告。2003年10月，胡克写道，“我们仍然竭力争取获得联合资本的更多披露，但仍然缺乏关于其私人金融业务的透明度。以我们的观点来看，很难对该公司所管理的各项资产进行合理的评估……”

胡克甚至质疑联合资本对BLX公司的评估。用他的话来说，“关于BLX公司的估值，我们持保留态度。在缺乏对BLX公司的足够披露的情况下，很难评估联合资本管理层对该公司的估值的合理性。具体来说，投资者为了取得满意的估值，需要就与BLX公司进行证券交易时如何核算收益的原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始依据，与实际经验（例如赔付率、预付款、折扣率等）进行比较。赔付率及预付款的增加（或减少）速度，与原始依据之间的对比，可以在贷款转证券的时候导致剩余资产的结存价值减少（或增加）。对于定期进行贷款转证券的企业来说，业内规范的做法是以静态池为基准，每个月定期报告损益和预付情况（例如艾美科瑞特公司、卡皮特尔公司、波奥维登公司等）。仅就BLX公司而言，联合资本仅仅按季度报告总计的数据，这样的数据用途有限，因为增长和收购都可以掩盖潜在的趋势。此外，我们还相信，2003年第二季度，联合资本变更了评估BLX公司的基准，这种情况，以我们的观点而言，进一步模糊了BLX公司的估值。当时，在第二季度的收益电话会议上，联合资本管理层宣布BLX公司的评估基准出现了变动，但拒绝讨论变动的具体情况。管理层仅仅指出，对BLX公司的评估基准将与此后的10-Q报告口径一致。然而，BLX公司的评估基准最终并没有与此后的年度10-Q报告口径一致。”

布里克曼把900万美元可疑贷款转移的情况告知了胡克。胡克就此致电联合资本，联合资本告知胡可类似的贷款仅有一例。胡克转告布里克曼所得到的答案，布里克曼坚信类似贷款为10笔。联合资本宣称，交易情况已在提交证券交易委员会的备案文档中全部披露。

在联合资本提交证券交易委员会备案的披露文档里，我终于在脚注处发现了一个小标题——补充披露现金流信息。联合资本披露道，“非现金操作活动……包括……收到私人金融贷款赔偿的商业抵押贷款以及910万债务证券。”把这些贷款（已经违约甚至已经清算）叫做“商业抵押贷款”还真是相当富有想象力。尽管交易发生在2003年2月，但联合资本并没有在2003年3月31日的10-Q报告中披露此事，而是直到2003年6月30日，才在10-Q报告中第一次提及和明确了一笔990万美元的交易。在后续文档中，联合资本根据重购协议，将金额更正为910万美元。尽管在2003年6月30日的10-Q报告中，有关BLX公司的披露长达数页，甚至上百次地提到“BLX公司”，但是，联合资本却对这项涉及BLX公司的交易只字不提，更未描述他们所接手的“商业抵押贷款”的违约状态。这样的披露达到了一个披露所能达到的不披露的最高境界。

斯维妮告诉胡克，BLX公司根据“存放协议”将这些贷款出售给联合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本，该协议约定BLX公司有权按照某个特定的价格将贷款转让联合资本。胡克将此消息转告给布里克曼。布里克曼请胡克帮忙找出联合资本于何处披露了存放协议。

胡克再次致电斯维妮。这次，斯维妮反问胡克是否阅读过公司的Yahoo！公告栏。胡克回答说没有，但是听说过。胡克问起存放协议的披露。斯维妮回答说，没有书面的协议，只是在子公司SBLC与BLC金融公司合并组建BLX公司时，口头约定买回贷款。斯维妮提到塔纳豪斯特不希望此事牵涉小企业管理局。

显然，这些违约贷款正是在BLX公司组建时由联合资本的账面转入BLX公司的。塔纳豪斯特不希望自己的名声受到这些贷款的玷污。斯维妮并没有提到具体的贷款——鉴于公平披露条例，但认同许多贷款都已丧失价值。

公平披露条例要求公司同时向所有市场参与者披露重要信息。当然，联合资本可以事后声称贷款转移的交易不必披露，因为该项交易“不重要”。显然，既然并不重要，也便不适用公平披露条例。否则的话，斯维妮就可以谈谈存放协议涉及的贷款——假定她将此披露给整个市场的话。

人们有时也制定口头的商业协议，以避免某些人了解协议的内容。就斯维妮告诉胡克的话而言，某些人指的就是小企业管理局——联邦代理机构。也许还包括另外的其他人。斯维妮是否还希望存放协议同时也避开联合资本的审计师、投资者、评级代理，以及它自己的董事会的视线呢？正式的存放协议必须在联合资本的财务声明中体现。这份存放协议，当然不必。

BLX公司向联合资本转让贷款的实际执行文件也没有提到此前的存放协议。相反，它解释道，转让的原因是BLX公司希望“预付”自己对联合资本的债务。

胡克的结论是：纯属欺诈。不过他并不愿意写出自己的理解。“不论他们是谁，也不管他们行为怎样，对我来说，我不愿意个人被牵连。”他告诉我。我对胡克强调：我也从不愿意自己受到牵连。我以为自己的演讲是职业性的，但联合资本的反应却是个人攻击。我理解胡克为什么不愿意经历相同的过程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一个问题是，胡克工作的银行——美联银行，与BLX公司有着牢不可破的关系。事实上，美联银行承销了一系列BLX公司的证券。胡克决定把自己的担忧向上级领导汇报。最终，美联银行和胡克仅仅是决定停止掩盖联合资本的不当之处，但也不是写出详尽的报告。2004年4月26日，我们计划与证券交易委员会开会的前几天，在发布的一则简短的研究通告上，胡克终于不再继续替联合资本信贷公司遮掩了。他写道："我们相信该公司的财务声明披露存在不当。公司关于ALD的最大子公司（BLX公司）的披露缺失基础信息。我们的担忧还包括一系列关于ALD与BLX公司之间于2003年2月3日签署的赔款和授权的协议的问题。从我们的观点来看，管理层对于我们披露更多财务信息的要求的反应是让人不满意的。"

"由于BLX公司持有ALD投资资产的重要比例（2003年第四季度为13%），进而演变成账面股权，我们相信对评估目的的进一步披露是正当的。缺少关于BLX公司的进一步披露/信息，我们便将缺失合理的基础去评估联合资本及该项投资的现金流。"

在抛掉了保护罩的包袱之后，胡克坦诚地向我解释道，"我认为其中更大的问题在于它抹掉了联合资本的一大笔收益。与此同时，他们销售股票。也就是说，这完全属于证券欺诈。做个极端的假设，你可能在BLX公司的收益明显高涨的情况下卖出股票吗？即便存在什么存放协议，即便是书面协议，这件事情也仍然是夸大收益的阴谋。"

我们接着探讨了联合资本拒绝披露BLX公司销售收入的会计假定。胡克告诉我，斯维妮曾答复过他，拒绝披露的原因是BLX公司产出大量的现金，而联合资本并不希望人们看到BLX公司如此良好的运营状况。胡克的看法是BLX公司根本不产出现金，他的结论是，"如果你的谎言足够大，或许，人们反而会相信。"在探讨了其他关于联合资本的投资组合的问题之后，胡克总结道，"你开始看出某个组织中的某种欺诈模式，你禁不住想，这就是它的文化。"

联合资本，就像对待我那样，开始四处造谣散布说胡克根本不懂他们的公司和他们的运作。它声称，胡克坚持认为他们违反公平披露条例，而事实没有，因此胡克采取报复。胡克没有能够捍卫自己的观点，或是反驳联合资本，因为美联银行要求他不要再进一步评论了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我也告诉了《纽约时报》的科特·易臣沃德关于900万美元转移贷款的秘密。胡克抛开包袱的行动，终于激励易臣沃德写出了点东西。第二天，即2004年4月27日，《纽约时报》刊登了易臣沃德关于转移贷款交易和胡克的文章，标题是《联合资本900万美元的交易受到调查》。文章写道：

> 相关文件引起担忧的原因很简单：违约贷款和问题贷款的价值已无法达到全额；事实上，在绝大多数的放款人的会计准则下，违约贷款必须在账面上进行减值处理。价值的减值因此通常能够解释放款人利润的下降。
>
> 换句话说，全额计价贷款的转移交易将引起某些投资者的担忧：BLX公司的收入是否被人为操纵增加，并提升支付给联合资本的股息；而交易本身是否构成其他未披露关联交易的存在的信号？

在陈述了联合资本与BLX公司之间的所谓口头协议后，文章写道："斯维妮告知，'BLX公司的管理层不想接收这些贷款。因此，双方达成了这样的口头协议，即如果BLX公司的资信状况将来出现恶化，安置在BLX公司的这些贷款将转回联合资本。'"按照文章的说法，这些贷款最初的转移造成BLX公司对联合资本的负债，金额为贷款的面值。而最终，BLX公司启动口头协议，将问题贷款转回联合资本，抵消了相应的负债。

这篇文章，至少回答了一个长期困扰我的问题。我一直奇怪，联合资本为什么要向BLC金融公司支付如此巨额的收购价格？现在，我有了一个新的理论：快捷联合资本的账簿上捆绑着一堆不正常的小企业管理局贷款。1999年，小企业管理局曾展开审计，明确了联合资本中一系列不符合小企业管理局标准的小企业管理局贷款。或者，小企业管理局也曾要求过联合资本返还这些贷款的损失担保金。但事实是，联合资本并没有披露糟糕的审计结果，也没有减记贷款，而是于2000年收购了BLX金融服务公司（以极高的价格），并将问题贷款转出账簿，移交到新组建的BLX公司——显然，两个公司都没有对不合格的贷款减记。随着时间的推移，某些贷款得以执行，而另一些则不断恶化，甚至被小企业管理局要求赔偿。2003年年初，联合资本和BLX公司启动违约贷款的存放协议，向小企业管理局支付了530

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万美元的赔偿。这笔赔款就是2003年8月我们与小企业管理局会见时，小企业管理局吹嘘的那笔赔偿。

在联合资本将贷款存放在BLX公司资产负债表上的期间，联合资本收获了近5000万美元的新股权。一些贷款的组合表现优秀——降低了对小企业管理局的潜在负债风险，再加上联合资本大规模的扩张，区区少量贷款的损失对于2003年联合资本的财务数据的影响当然要远远好于真实的情况，即如果几年前问题发生时便浮出水面和得到联合资本的准确确认。

斯维妮竭力维护联合资本免遭谴责。就像她告诉《纽约时报》的那样，"这些贷款为前管理层团队所发行，我们仅只是同意收回而已。"根据联合资本2000年提交证券交易委员会披露的斯维妮的个人简历中的信息，"斯维妮还直接负责快捷联合资本发行的小企业贷款业务。"前管理层，她当然是。

易臣沃德还报道说官方已开始介入对贷款转移交易的非正式调查。联合资本对此发布新闻，声明自己认为根本没有调查会介入此类"无足轻重的交易，它们对于联合资本的资产负债表或BLX公司的估值的影响微乎其微，完全可以忽略不计。"

我们的公关顾问布鲁斯认为，易臣沃德的文章将是他有计划的揭露行动打响的第一炮。易臣沃德告诉布鲁斯，他简直无法相信自己竟然收到了如此众多来自联合资本股东的、针对自己的报道文章的、充满敌意的电子邮件。对于一名记者来说，这是天大的好事——他击中了要害。他告诉布鲁斯，股东们对于自己关于证券交易委员会即将调查联合资本的报道异常气愤。股东们认为，纯属易臣沃德的捏造。布鲁斯认为，联合资本及其股东的反应将激励易臣沃德完成自己的工作，继续更多、更深入的报道。我们并没有告诉易臣沃德关于证券交易委员会近来表现出的兴趣，以及我们与证券交易委员会即将举行的会议，因为我们并不想惹怒当局。易臣沃德有自己的消息渠道。

■ ■ ■

就在文章发表的当天，布里克曼和我会见了证券交易委员会。这是我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一次见到布里克曼。他就像他在电话中和电子邮件中给我的印象那样：不屈不挠。

与上次与证券交易委员会的会见不同，这次，会见的场地移到了一间位于主层的好得多的会议室里。证券交易委员会派出了四位官员，其中包括吉尔罗伊（大约一年前质询了我许多问题的“好警察”调查员）。吉尔罗伊声明自己不参与后续的调查，只是帮助同事了解事情的来龙去脉，并交接工作。证券交易委员会的官员们要求我们介绍我们关于联合资本和BLX公司的新进展。他们看起来投入、彬彬有礼、勤学好问。他们甚至还带来了一位会计。强制执行律师们详细询问了他们应该从联合资本索要哪些文件，以及应该访谈哪些人员。基本上，他们是在要求我们充当他们的指路人。

■ ■ ■

三个星期之后，也就是2004年5月12日，联合资本举行了它的年度股东大会。在最后的有备而来的发言中，首席执行官沃尔顿再一次对卖空商进行了攻击：

> 现在，我想换个话题。我想所有读过《华盛顿邮报》的人都会注意到，市场上出现了一些人，他们似乎没有理由地反对我们做的每一件事情。我想这或许就是成为上市公司的一种代价。这种现象不仅仅针对我们，我想也是许多上市公司必须面对的。
>
> 但是以我们的具体情况而言，两年前我们成为了一场信息门战役的目标，一场我们相信由卖空商挑起，目的是通过此类信息门事件打压股市、从中牟利的战役。
>
> 过去几个星期以来，这场战役再次重燃战火，看起来仿佛标准的剧本和剧情：一群自称为事件驱动的投资者，蓄意扭曲甚至编造信息来操纵股市。他们的阴谋昭然若揭——采取卖空的态势，竭尽全力牟取私利。如此人为的操纵行为既伤害了股东，也伤害了整个资本市场。
>
> 过去几年来，我们一直在关注此类行为的上演。我们注意到，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受到类似困扰的并不仅仅是我们，我相信也包括几百家上市公司。这一类的游戏有着清晰的套路。让我来给你们讲讲卖空商剧本里的10大要点——不是戴维·莱特曼（美国脱口秀大腕）的10大绝招，而是某某人的10大手段。

第一，锁定目标公司，一家高度规范或高度复杂的公司。我们正巧既复杂又规范。

第二，找到某项事实。事实本身是否重大并不重要。找到某种方法将该事实与它依托的背景割裂开来，或者直接进行扭曲，直到该事实与真相毫无关联，最后，把该事实包装得万分险恶或是事关重大。

第三，采取卖空的态势。

第四，找到一些所谓的研究分析师、官方人员、长期投资者以及媒体等，告诉他们说有件见不得人的事情正在进行。然后，嗯，顺便提一下，用不着致电当事公司落实真实的情况。从没有人致电过我们……我的意思并不是说要大惊小怪地骚扰公司。千万不要致电公司落实情况，这只会有碍于扭曲事实。

第五，通常的做法是通过不记名的留言板来攻击公司管理层的信誉。

第六，制造公众注意力海啸的假象。结成卖空商辛迪加联盟，呼吁证券交易委员会、研究分析师、长期投资者以及媒体，反反复复地诉说谎言和扭曲的事实。如果做得足够充足、足够好，你将可以利用所有以上强大工具获得理想的结果。在无知的情形下，以上各方将成为游戏的一个部分。

第七，发动一项集体诉讼。确保跟进。

第八，公开露面，纠集所有卖空商打压股票。

第九，不断提醒所有人，正是卖空商揪出了安然。他们是世界上最聪明的投资者，如果公司给予还击，那么，公司一定在隐瞒什么。

第十，如果一切按照以上计划顺利进行，那么，股票价格势必受到打压，而你已然获利。此外，还有额外的彩头——这部分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们最有兴趣，如果人们醒悟过来，认清了这场游戏，那就做多，而你仍骑在公司背上。过去两年来，我们多次看到玩弄这类游戏的人在进进出出我们的股票。

但是，我们认为，这场游戏已经玩得太久了，早就应该被公诸于众了。我们相信我们的股东已经受到了伤害，而游戏本身也已干扰到我们的业务。我们在两年前开始的时候，我们相信如果我们不断地纠正游戏的记录，经营我们的业务，便是对我们的公司和股东做了正确的事情，但是，操控仍在继续。

让我们弄清楚游戏的背后究竟是谁。这些所谓的事件驱动的投资者们，掌控着富人投资者投资的巨额资本，而且他们的行为完全不受调控，也无须披露。无须披露——我们坚信这必然伤害到散户投资者的利益，不管你是直接投资还是通过基金进行投资。对于此类交易行为及其财务动机等，毫无透明度可言。你可以自由地操纵或自由地执行蓄谋的游戏，而不被察觉。

最近的攻击，即900万美元BLX公司贷款转移的报道，再次给卖空联合资本的卖空商创造了收益。我们采取的与上述交易相关的会计准则和信息披露是完全恰当的。

迟早，事实和真相必将战胜误导和诽谤。对此，我们两年前便已证明，现在我们仍将继续用优异的业绩来证明。此外，我们还将努力揭露任何时候发生的市场操纵行为，并采取一切可能的方法来保护我们的公司和股东的利益。我们拥有的是一个伟大的公司和一个非凡的未来。

■ ■ ■

在我发表演讲后的两年里，绿光资本对冲基金业绩优异。我们熬过了2002年的熊市，同期标准普尔500指数下跌22%，纳斯达克指数更是暴跌31%，我们则逆市取得7.7%的盈利。对联合资本的卖空交易的资本回报是21%。我们当年的所有盈利全部投入卖空。这一年，我们第一次出现卖空和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买空双双失利的局面。我们最赚钱的15项投资中，有11项是卖空，卖空投资组合的总体资本投资收益高达65%。我们很需要这些收益，因为我们的买空投资遭受了严重的损失，尤其是世通公司和兰妮保健中心。

2003年，股市上扬，绿光对冲基金获得36.8%的投资回报。当年最盈利的15项投资均为买空投资，而损失最惨重的7项投资，以联合资本为首，均属卖空投资。我们前5大买空投资当年的回报均超过78%，弥补了联合资本上涨38%而造成的损失。事实上，相对而言，联合资本仅略微上涨，其幅度小于我们的其他卖空组合。2003年可谓大牛市，标准普尔500指数上涨28%，纳斯达克则狂飙50%，我们的全年管理费收入18亿美元。

■ ■ ■

几个月过去了，我们意识到易臣沃德的报道并没有进展。他的全部精力都倾注在安然的著作上，尽管他依然告诉我们他还保留着对联合资本和BLX公司的兴趣。我们要求解除独家报道的授权，他同意了，因为据他说他并没有近期推出下一步报道的打算。这无疑让我们大失所望，要知道，他已消耗了我们8个月的珍贵的独家报道时间。

我们决定接触《华盛顿邮报》，因为联合资本作为一家侵犯联邦官方机构的华盛顿特区辖区内的公司，由当地媒体来介入显得很自然。布鲁斯、克罗尔调查公司的弗格森和我，会见了记者杰瑞·奈特和特伦斯·欧哈拉。我曾在3年前与奈特有过接触，当时探讨的是另一家公司——计算机学习中心的事情。他还记得我，而我想这或许有助于我们之间的信任。两位记者此前都曾报道过联合资本。我们在新闻室附近的会议室会见，交谈了大约3个小时。弗格森和我向他们进行了一番陈述，如同当年与易臣沃德的面谈，此外，我们还提供了相关的支持性文件。

与易臣沃德不同，他们似乎并不急于阅读任何文件，相反，他们有礼貌地拒绝接受。他们传递给我们的信息是，“小企业管理局贷款欺诈到处都是，为什么会有人介意？”这对我来说太奇怪了，《华盛顿邮报》竟然如此无视一家当地公司对政府的公然欺诈。这里似乎就是他们的管辖范围呀。

“你们知道小企业管理局打算如何处理这件事情吗？”欧哈拉问道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我们也向他们提供了相同的材料，”我回答道，“他们正在追究此事，很有希望。”

最终的结果表明，这次会谈仅仅是与金融媒体的无数以“谁是谁”开头的系列会谈的开始。它们分为三种不同类型，以下列三种方式中的一种拒绝了我们的题材。其中一类如同《华盛顿邮报》，即如果我们有证据表明政府要倒台，那倒不失为新闻；除此之外，他们不感兴趣。第二类，明确表示，鉴于关于联合资本和绿光对冲基金的报道已经铺天盖地，他们看不出还有什么残余的新闻价值。对此，我们反驳说，此前的揭露都是“他说，或她说”，我们邀请他们花点儿时间，独立地调查事实的真相——我们可以提供路线图，然后由他们自己和读者来决定联合资本究竟有没有做坏事。第三类的反应和易臣沃德刚开始的反应类似。“我简直无法相信这个。为什么会有人拒绝这么好的题材？新闻就需要更多的类似的题材！”在对第三类媒体的期待中，几个月很快就过去了。而无一例外的答复就是，只要忙完了手头的其他项目，他们就会着手联合资本。不过，他们从来都忙得无法顾及。

我对这件事情的最大感受就是，媒体对深挖复杂金融事件的出人意料的抵触。即便你把整个故事拱手奉送，他们也没有多大的兴趣。我们需要有人能够实实在在地做点儿什么，而不是和我们谈谈，和联合资本谈谈，引用一些他说，再引用一些她说……当我们与联合资本出现分歧的时候，我们需要有人愿意花费时间，着手工作，最终得出关于这场复杂纷争的独立的见解。但事实却是，整个商业媒体业界没有人愿意和能够这么去做。

2004年6月23日下午晚些时候，《华尔街日报》的戴维·阿姆斯特朗给我留了一个口信，当天我已离开了办公室。他也给布鲁斯打去了电话。当布鲁斯找到我的时候，已经错过了阿姆斯特朗指定的时间。原来，证券交易委员会终于向联合资本发出了调查的通知。这一次，证券交易委员会同样选择不通过自己来宣布坏消息，而是让阿姆斯特朗这位反对冲基金恶魔的圣战战士来发布消息。难怪阿姆斯特朗要等到下班之后才开始找我。阿姆斯特朗的报道的立足点是宣布当局由于注意到某些多年来一直不断攻击联合资本的吵吵闹闹的卖空商，而不得不立案调查联合资本。听起来似乎是联合资本替自己辩护的一个绝好机会。

联合资本发布了一则新闻，确认了证券交易委员会的调查。根据沃尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顿的说法：

> 过去两年来，我们一直在反驳那些由卖空商基于错误和误导的信息，以及扭曲的事实而四处散布的无足轻重的论断。我们欢迎与证券交易委员会全面合作的机会，乐于提供所有的事实，并一举证明和击破卖空商的所有错误论断。联合资本是一家伟大的公司，事实将得到人们的理解，而我们也希望将此次的卖空攻击置于身后。

欧哈拉在第二天的《华盛顿邮报》发表了报道，报道再次把我们当成了新闻的焦点。报道这样开头：

> 在华盛顿金融服务公司披露了证券交易委员会即将展开调查联合资本公司小企业贷款相关事宜的消息后，联合资本的股票昨日下跌10%。联合资本官方发言称，官方调查的起因是卖空商的指控。我们都知道，卖空商就是那些签署了仅当股票价格下跌才能够获利的各种风险协议的家伙。这是两年来联合资本第二次卷入与卖空商的公开斗争中，尤其是纽约的绿光对冲基金，以及它的基金经理大卫·艾因霍恩。（2004年版权，《华盛顿邮报》授权重载。）

这是证券交易委员会的调查，可不是什么与卖空商的公开争斗。我无法相信卖空交易的“风险”本质竟然会成为整个事件的导火线。文章探讨了900万美元的转移贷款，以及联合资本对此并不是大型交易的解释。文章接着报道说，我们已经调查过BLX公司，已将调查结果反馈给了小企业管理局，并因此要求我解释为什么900万美元转移交易是欺诈的、未披露的、误导性的，导致BLX公司和联合资本夸大其财务指标的。

沃尔顿受到《华盛顿邮报》的邀请，评论卖空商，“他们学会了胡编乱造，而我们希望打碎魔咒。”对于一位刚刚接到自己的公司将受到证券交易委员会调查的通知的家伙来说，这样的言辞相当强硬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOOLING SOME OF THE PEOPLE ALL OF THE TIME

第四部分

系统如何作用（和不作用）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第22章 你好，谁在那儿

2004年夏末，记者赫布·格林伯格给我打来电话并询问我是否在线支付过我的电话账单。格林伯格曾经为TheStreet.com网和CBS Marketwatch.com网写过几篇批评联合资本的文章。

“没有呀，”我回答道，“怎么回事？”

“你应该检查一下，看看是否有人开通了在线账户，获取你的电话记录。”他告诉我说。

“我该如何检查呢？”

格林伯格解释道，“如果有人在你之前首先开通了在线账户，那么，你如果想自己开通账户，系统就会告诉你不行，因为账户已经开通。”

“你为什么问到这个问题？”

因为他遇到了这样的情况，因此他给自己所有的联系人打电话查看是否还存在同样的情形。我同意查看，而当我尝试着在本地电话服务提供商开通账户时，我并没有遇到任何麻烦，也正因为如此，我很快忘却了这件事情。

一个星期后，伊斯特本公司的卡鲁瑟斯给我家打来了电话。他问起了同样的问题，并告诉我说，“我的手机和家里座机的通话记录都被盗走了。”

我很好奇。我让卡鲁瑟斯不要挂断电话，我马上检查我的手机账户，还是没有问题。于是，我开始检查我的长途电话供应商美国电话电报公司（AT&T），它拒绝让我接入——有人已经开通了我的在线账户。我向妻子谢里尔询问此事——不是她。如果我们都没有开通账户的话，只能另有其人了。究竟是谁盗取了我们所有的电话记录呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“哦，我很惊讶真的有人这么做。”我告诉卡鲁瑟斯。难道真的有人想知道我妻子给她的姐姐打过多少次电话？！

几天之后，格林伯格告诉我，曾对联合资本发布过“卖出”评级的阿姆奥斯股权研究公司研究分析师查尔斯·甘瑟尔，也发现自己的电话记录被盗。我请绿光对冲基金的其他同事，以及我认识的其他人都进行相应的检查。我发现，协助公关公司埃布尔奈西的史蒂夫·布鲁斯参与了大量联合资本调查的同事埃德·罗利，手机记录被盗。早在我到证券交易委员会作证的时候，便被问及罗利的身份和他的角色。联合资本同样也在投诉他。布里克曼告诉我，他已经在线支付过自己的电话账单，所以其他人已没有机会开通他的账户，但是，他的银行却通知他有人利用他的社保号码取走了他的银行记录。我从来没有和甘瑟尔通过电话，但我知道布里克曼曾打过。唯一能够把格林伯格、甘瑟尔、卡鲁瑟斯、罗利和我联系在一起的，只有联合资本。同样能够证明以上结论的证据是，绿光对冲基金其他任何事项上的任何联系人，都没有出现电话记录被盗的情况。

联合资本为什么要盗取我们的电话记录？首先，该公司竭力主张卖空商、集体诉讼律师、媒体（特指格林伯格），以及联合资本的前任首席执行官格拉德斯通之间酝酿着一场阴谋。此外，我相信联合资本一定很惊讶，我们究竟是如何收集到如此众多的联合资本投资信息，也一定在怀疑是内部出现的泄露。最终，联合资本希望从我们的私生活中查找到蛛丝马迹，以便要挟或胁迫我们闭上嘴巴。

这莫非就是沃尔顿在2004年5月的年度大会上向股东的承诺的实质——我们还将努力揭露任何时候发生的市场操纵行为，并采取一切可能的方法来保护我们的公司和我们的股东的利益？

谢里尔给美国电话电报公司打去了电话，并了解到，2003年12月7日，一位自称是“谢里尔·艾因霍恩”的女性，通过谢里尔的社保号码开通了我们家座机的在线缴费账户。电话记录被要求寄往up4repo@aol.com。美国电话电报公司的记录显示，他们于2004年5月28日收到了一封来自该电子邮件账户的“退回信息”。

格林伯格已经致电圣迭戈当地的联邦调查局（FBI）。我们其余的人则向指派负责格林伯格的特工汇报了情况。联邦调查局的调查颇费周折。泰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德·林德赛特工热情而勤奋，但是他需要向每一家电话公司索要记录，并没完没了地收到回馈和汇集信息。终于，格林伯格对迟缓的进展丧失了耐心，他决定报道自己的这段经历。2005年2月的专栏中，他写道："这些人（包括我）显现出的唯一的共同点，就是都在打听联合资本的事情。"并具体提到了电话记录被盗的其他所有人。

专栏文章中，格林伯格指出，有人于2004年7月8日开通了他的在线电话账户。格林伯格继续写道，而这发生在"我的题为《联合资本的股息有软肋吗？》的文章发表仅仅6小时之后。（巧合中的巧合？）文章引用了阿姆奥斯调查研究公司分析师查尔斯·甘瑟尔的有关分析，甘瑟尔是把联合资本评级为'卖出'的第一人。"

格林伯格还写道，他没有证据表明盗取电话记录的事情与联合资本有关，但是，联合资本首席运营官以及通常情况下的首席发言人"琼·斯维妮，最近几个星期内没有响应我的两次致电，尽管两次致电的时间她都在办公室。最近的一次致电发生在上周，我留下了语音信息，解释了当前发生的事情并提出了几个问题。致电前，我还发出了电子邮件。"格林伯格期待本次事件能够成为哄动一时的全国新闻，但未能如愿。媒体对于自己批评过的待监视对象没有丝毫的兴趣。

与此同时，《华尔街日报》的戴维·阿姆斯特朗努力与我们重修于好，希望进行相关报道。但这一次，我们选择了不给予帮助——埋伏太多，容易中招！就像前面提到的那样，阿姆斯特朗曾于2003年1月，在发表我们即将受到调查的报道之前戏弄我们；与我们共度了若干小时后（也许是因为他无法非难我们吧），消耗了数月也未写出一篇相关的报道；报道联合资本即将受到调查之前，再次戏弄我们，发表的报道矛头直指卖空商而非调查本身。我们不想与之为伍。

阿姆斯特朗还联系了卡鲁瑟斯。卡鲁瑟斯的公司伊斯特本资本公司，同样很警惕阿姆斯特朗，仅同意接受书面的提问。阿姆斯特朗的问题引起了卡鲁瑟斯的怀疑。其中，一个关于卡鲁瑟斯与某BLX公司前雇员的关系的问题，最让卡鲁瑟斯倍感不安，该前雇员一直是卡鲁瑟斯的重要信息源。就在卡鲁瑟斯发现自己的电话记录被盗之后，他很快接到了一直与他相处融洽的前雇员的电话，电话中，前雇员万分恼怒。很清楚，BLX公司找到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了他。但是，BLX公司是如何知道他与卡鲁瑟斯交谈过？阿姆斯特朗又是如何知道这层关系的呢？有人盗取了卡鲁瑟斯的电话记录。事情变得越来越古怪了。

阿姆斯特朗还奇怪地怀疑布里克曼与甘瑟尔的交谈。布里克曼决定与阿姆斯特朗合作，尽管阿姆斯特朗的偏见昭然若揭。这并不仅仅因为布里克曼坚信自己没有做错，还因为他认为自己完全可以说服他人。他不仅这么想，他还这么做了：我相信是他说服胡克改变初衷，披露了联合资本存放小企业管理局贷款的事实。现在，布里克曼试图开始影响阿姆斯特朗。

就这样，布里克曼成了《华尔街日报》2004年9月24日头版文章的主角。文章的标题为《得克萨斯州退休人员对网络公告的沉痛悲伤》，文章确认布里克曼化名"告诉我这并不是天大的秘密"，正是联合资本的Yahoo！公告栏上2000余条公告信息的始作俑者。也正是他，向证券交易委员会提供信息，并说服两名证券分析师发表关于联合资本股票的负面分析。至于布里克曼对管理层不诚实的指控，阿姆斯特朗写道："斯维妮女士声明，她和联合资本一向实事求是。"

文章引用沃尔顿的说法，"布里克曼与大卫·艾因霍恩领导的卖空商相互呼应，散布关于联合资本的虚假、误导性的信息。"文章声称，艾略特·斯皮策已开始调查绿光对冲基金是否在2003年操纵联合资本的股票价格。指控尚未提出，但调查仍然持续——文章这样写道。这部分的内容让我很不安，因为一年来我们没有收到过来自总监察办公室的任何消息，而且，首先，调查的说法并不成立。

文章还再次讲述了小企业管理局贷款存放协议的事情。尽管BLX公司首席执行官塔纳豪斯特曾经说过，公司在取得了联合资本关于随时可以回购恶化的贷款的口头协议后，认同了贷款的转移，但斯维妮仍然又一次讲述了新的故事：联合资本从未承诺回购任何不良贷款，仅只是考虑这么做。我猜想，她可能已经意识到，在财务声明中留下一个无法说清楚的秘密存放协议会是个隐患吧。

除了布里克曼经常在Yahoo！公告栏上张贴公告外，联合资本似乎格外关注Yahoo！2002年4月，我们与联合资本投资者关系部的苏珊娜·斯帕罗的初次通话中，我就很奇怪她为什么要与我谈论她如何关注联合资本的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Yahoo！公告栏。管理层对匿名公告栏的关注并不常见。斯帕罗补充道，“公司政策规定，不允许私下议论公司的事情，我认为这一政策也同样适用于我们。”我告诉她，我没有时间阅读网络公告栏。

就在我2002年5月的演讲之后不久，便有几个人告诉我联合资本公告栏上出现了热闹的讨论。公告栏上的信息很多，很难全部阅读完毕，但是有几条信息引起了我的关注。一位公告信息发布者自称“大卫·艾因霍恩”。这当然不是我，但是我给这位冒名的家伙打高分，他的幽默感相当出色。在一条公告信息中，这位冒名的大卫·艾因霍恩甚至还推测，我关于联合资本的演讲是一次酒吧打赌的结果。如果这位冒名的大卫·艾因霍恩在看此书的话，请随时与我联系，我很愿意邀请你到酒吧喝上一杯。

基于斯帕罗最初的评论，以及我在演讲之后对公告栏及时的观察，我怀疑，联合资本和它的代理人也同样在Yahoo！公告栏上张贴公告。他们当然关注它了，要知道沃尔顿可是经常抱怨它呢。一位名为“停止争斗2002”的信息发布者，反反复复地煽动投资者向证券交易委员会倡议打击绿光对冲基金。他的公告信息很有律师的风范，通常冠以这样的标题出现：《如何建议证券交易委员会调查绿光对冲基金》、《证券交易委员会：给卖空商带去希望》、《证券交易委员会：绿光对冲基金操纵股票吗？》、《向证券交易委员会讲述绿光对冲基金》，以及《证券交易委员会：调查绿光对冲基金》，等等。尽管信息的标题各不相同，但信息的内容却在2002年5～10月一字不差地反复出现了很多次。信息具体内容如下：

> 我们猜想，绿光对冲基金的行动（预约演讲、发表白皮书、发布确保白皮书的新闻等）无疑是在处心积虑地操纵联合资本股票的价格。如果你希望建议证券交易委员会调查绿光对冲基金可能存在的市场操纵，我建议你使用如下地址。一封简单的信件或电子邮件，建议证券交易委员会就绿光对冲基金对联合资本股票可能的操纵展开调查，若能提供少许证据，那将再好不过。

信息的结尾详细地描述了接触证券交易委员会的最佳方式，并以“谢谢”结束整个信息。这样的信息缺乏大部分个人公告信息所特有的个体特征：幽默、讽刺、个性或精神错乱等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■ ■ ■

2004年秋天，西然食品公司——联合资本的又一项投资，申请破产。法庭记录显示，该公司早在1999年便开始走下坡路。法庭记录这样写道，“截至2000年年底，公司对债务人汉堡王快餐的销售额急剧下降，导致了严重的流动性危机，并出现对主要放款人的债务人协议的违约，以及控股公司的租赁协议的违约。”2001年11月13日，西然食品公司完成了重组，联合资本的债务转变为股权。毋庸置疑，直到2002年6月，联合资本一直都在以成本价格结转对西然食品的投资。接下来的一年，联合资本才逐渐减记该项投资直至0（见表22-1）。这又是一桩联合资本滞后的、渐进减记的例证。

表22-1 西然食品公司

（单位：1000美元）

日期	债务投资		股权投资		备注
	成本	价值	成本	价值	
1998年12月31日	11 881	11 881			原始投资
1999年12月31日	11 674	11 674	266	266	恶化：未减记
2000年3月31日	12 642	12 642	266	266	恶化：未减记
2000年6月30日	12 652	12 652	—	—	恶化：未减记
2000年9月30日	12 973	12 973			恶化：未减记
2001年9月30日	12 973	12 973			恶化：未减记
2001年12月31日	12 973	12 973	3 909	3 909	资产重组；增加投入；未减记
2002年3月31日	12 973	12 973	3 909	3 909	恶化：未减记
2002年6月30日	12 973	12 973	3 909	3 909	恶化：未减记
2002年9月30日	12 973	12 973	3 909	—	第一次减记
2002年12月31日	12 973	9 949	3 909	—	渐进性减记
2003年3月31日	12 973	9 949	3 909	—	
2003年6月30日	12 973	6 646	3 909	—	渐进性减记
2003年9月30日	12 973	50	3 909	—	几乎全部减记
2003年12月31日	12 973	50	3 909	—	
2004年12月31日					破产；实现损失1 820万美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■ ■ ■

2004年12月27日，我接到了我们的经纪人的电话，提醒我联合资本刚刚发布消息说，哥伦比亚地区美国司法局已发起对联合资本和BLX公司的犯罪调查。联合资本再一次针对以上新闻发布指责卖空商的宣言，它宣称，调查“显然与两年半以来卖空商做出的种种断言有关”。

然而，这一次并不存在指责我们的理由。我们并没有接触美国司法局。证券交易委员会只是一个民间的管理当局，它可以发起民间的调查和行动，但是无权主张犯罪和起诉。如果证券交易委员会发现了犯罪行为，那么它可以转交司法局处理。我们并不知道证券交易委员会究竟在调查中发现了什么，但不管他们移交给美国司法局的是什么，在我们看来，都是好兆头。

尽管联合资本曾在发布证券交易委员会展开调查的新闻中声称，“我们欢迎与……一举证明和击破卖空商的所有错误论断。”但这一次发布的犯罪调转新闻中，再也找不到“欢迎”的字眼了。

Yahoo！公告栏上，最激进的一位捍卫联合资本观点并攻击我个人的公告人，网名“sharonanncrayne”。这位自称为个人投资者的公告人，于2002年5月20日（我发表演讲5天后）至2004年11月17日期间，发布了1370条信息公告，其中的许多公告相当恶毒。观察公告的细节，我怀疑出自联合资本内部，它思路一致地试图提供内部消息。犯罪调查宣布以后，sharonanncrayne从此销声匿迹。尽管并不确定，但是认为她是一位消失在犯罪调查的喧嚣声中的、扮演局外人的内部人员的判断听起来还是很有道理的。

最终，我发表演讲长达两年，而犯罪调查新闻刚刚发布之后，某主流媒体开始认真地调查联合资本和我们之间的论战，并选择了我们的立场。《今日美国》在其网站上发表了索尔·瓦尔德曼尼斯撰写的一篇题为《联合资本难道仅仅是无耻卖空商的又一牺牲品？》的文章。网站标注文章刊登于《今日美国》2004年12月30日1B版面。文章谈及最近的调查，以及联合资本对我们的谴责——一场恶毒的假情报战役。文章引用一位知情人士的说法，指出由证券交易委员会发起调查并进而提交司法局的做法非同寻常。

在得出“那些时常炮制华尔街最漂亮的研究报告的卖空商，将成为市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场上第一道抵御公司欺诈的战线”的结论之前，瓦尔德曼尼斯写道，“谴责卖空商的企业通常在自掘坟墓。”前一天晚上在线看完这篇文章之后，第二天一早我买了一份《今日美国》。文章刊载于第1B版面，1B版面既非商业版面，也不是主要版面。事实上，我根本没有找到文章的影子。我再回到报纸的网站——文章消失了。

写本书的过程中，我联系过瓦尔德曼尼斯，询问当时的情况，他在文章事件后很快离开了报社。他告诉我说，“我已不记得我的编辑究竟是如何向我解释文章为什么要从网站上删除（也没有正式刊载呀）。但是，公平地说，类似的事情还从来没有发生过。我所知道的只是兰尼·戴维斯那一阵子幕后的工作异常努力，拼命擦光联合资本的形象。而且我们都知道，兰尼非常能言善辩，尤其是在面对让人难堪的事实时。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第23章 告密者

联邦政府不喜欢受骗——或者说至少不喜欢发现自己被骗时的羞辱感。政府在内战时期确实因此蒙羞，许多战争合同纷纷遭到恶劣行径的指控。有鉴于此，国会在战争期间通过了《虚假申报法案》，也就是我们通常所说的告密者法案。法案允许发现欺诈联邦政府行为的个人向政府告密，而且，如果恶行被揭露，告密者还可以与政府分享罚金。该法律同时保护告密者免遭惩罚。

绝大多数虚假申报案件涉及医疗保险欺诈或是国防合同欺诈。公益代位（源自拉丁语“代表国王的利益和自己的利益提起诉讼”）的法律原则赋予绿光对冲基金代表联邦政府提请对联合资本/BLX公司诉讼的权力，以及分享从BLX公司收回的欺诈金额的权力。告密者可以从收回的诈骗金额中分享10%～35%的份额。

在克罗尔调查公司的调查和我们自己的调查中，有一个共同、资料齐备的BLX公司欺诈案例。依据《虚假申报法案》，这一案件已经条件具备，完全可以提交司法局展开调查并决定是否介入。如果司法局决定介入，它将接手案件。如果政府决定不干预，我们还可以选择自行提请诉讼。正当我们为提请诉讼做准备的时候，布里克曼打来电话告知我他最新的BLX公司诈骗大发现，以及他对于政府的失望，最后，他告诉我说：“我打算提请告密者诉讼。”他聘用了一位律师跟进此事。

这便成了一个问题，因为只能存在一个这样的案子。根据联邦的规定，你必须第一个提请诉讼，否则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你的案子不会被受理。我们不想挑起竞争，看谁第一个提请诉讼。此时，绿光对冲基金的律师指出，同一个诉讼案件允许存在多个告密者。我给布里克曼打去电话，坦诚我们也在跟进同样的事情，并建议我们一起来操作。他高兴地同意了。

布里克曼研究了几十起其他确凿的BLX公司贷款诈骗案例。在这里把它们一一详尽描述未免太枯燥。下面节选几个简单的“片断”：

- 在密歇根州，一系列的贷款同属爱默德·戴伊比斯（这个名字在不同的文件里有不同的拼写）名下。其中处于贷款停滞状态的一笔不良贷款归属戴伊比斯石油中心。在追讨不良贷款的过程中，联合资本采取了法律行动并于2002年6月获得了法院的判决。由于戴伊比斯缺席债权人测试，因此法院颁发了拘捕令。尽管有这样的历史，BLX公司仍然继续进行了至少5桩涉及戴伊比斯的贷款交易。例如，2003年12月8日，戴伊比斯以35万美元的价格购入某加油站，并在同一天以120万美元的价格卖出。BLX公司资助了这笔夸张的购买。这无疑是一桩明显的虚假交易——被称为“资产空翻”。其他几笔贷款都显现出类似的资产空翻特征。
- 有多起涉及阿尔尤法利的违约贷款，以资产空翻和“附加贷款”的形式出现，这些贷款均为小企业管理局担保的次级贷款。布里克曼还找到了贷款人未按规定注入股权的多起贷款的证据。小企业管理局要求股权注入贷款，以确保贷款人的“诚意”。在一份法庭记录中，达尔尤士·扎瑞尔被问及一笔24万美元的预付定金。他回答说根据最终的口头协议，定金并没有支付。在同一个贷款案件中，扎瑞尔证实，“哈林顿（BLX公司底特律办公室执行副总裁）和阿尔尤法利有时是生意上的合作伙伴，他们过去一起操作了多起欺诈性的抵押交易，交易的价格很有问题（也包括本案），往往异常夸大，从而使阿尔尤法利大量牟利。而这一切的得逞得益于阿尔尤法利与原告高管哈林顿的不正当交易。”
- 在纽约州，美国环保局2001年4月12日特别指名怀特桑清洁公司为违反环保要求的典型。第二个月，BLX公司向该资产发行133万美元小企业管理局担保贷款。最初，第34街联盟持有该资产。34街联盟的普

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通合伙人之一，曾遭到美国劳工局的起诉，罪名是涉嫌聚众闹事，以及作为卡车司机工会托管人的失职。2001年8月，第34街联盟将该资产出售给怀特桑清洁公司。BLX公司发行了置换贷款资助此次购买。2003年8月，BLX公司正式通知小企业管理局，怀特桑清洁公司违约。

- 在伊利诺伊州，BLX公司向英特汽车公司发行了99万美元的小企业管理局贷款，用于保释维托尔德·奥辛斯基——一位已经违约了当地某储蓄机构第一笔28万美元贷款的贷款人。这一贷款违反了小企业管理局的政策，把信誉损失从私人放款商转移到政府。这笔贷款看起来似乎是提供给一家车身修理厂，但实质却是保险欺诈。2004年，奥辛斯基先生被指控收买他人、捏造虚假汽车事故并向保险公司提交诈骗赔偿申请。他最终与美国司法局达成协议，同意协助另一桩案件的调查，以获取轻判，最终入狱71个月。妻子英格丽德·奥辛斯基，也遭到欺诈和诈骗的犯罪起诉，被处以45万美元的罚款以及33个月的监禁。

以上仅仅是布里克曼的发现中的冰山一角。2005年1月，克罗尔调查公司与小企业管理局进行进展交流。克罗尔调查公司报告，总监察办公室调查员，以及证券交易委员会调查员已开始合作调查BLX公司的多桩贷款档案，并发现了操作流程中存在的诸多问题。调查的焦点集中在发行欺诈，而不是会计欺诈。总监察办公室采访了两位前BLX公司贷款发行雇员，他们提供了许多很好的关于BLX公司贷款发行操作不当的证据。12月初，小企业管理局调查负责人与华盛顿特区司法局会见，探讨他们的发现。

■ ■ ■

我认为联合资本的董事会应该会关注我们的发现，因此，2005年3月，我给董事们写了一封信，通知他们BLX公司涉嫌一桩违抗小企业管理局和美国纳税人的重大欺诈案。我写道，BLX公司为了维持贷款发行量不惜一次又一次地戏弄小企业管理局的借贷规则，包括使用夸大的评估，忽略股权注入的验证，允许不该允许的资产切割、资产空翻，以及其他的违规操作等。联合资本欺诈小企业管理局获取收入并提高对BLX公司的估值。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还写下了我的电话记录被盗的经过，并提醒他们肩上担负的义务，即调查和确保公司管理层和相关指导中，不会存在此类不当行为。

我向董事们阐述了管理层如何构建起不诚实的模式。沃尔顿和斯维妮都非常富有魅力，我想他们也可能像蒙蔽联合资本的股东和其他人那样蒙蔽了各位董事。目前，公司遭受调查，董事们或许应该质问管理层，我的来信只是开启对话的一种尝试。

我向各位董事指出斯维妮于2003年2月电话会议中的讲话，她否认说自己并不知道小企业管理局为什么要收集有关BLX公司的信息，甚至也不知道小企业管理局是否在收集BLX公司的相关信息。她的这番言论发表于她亲自执行了贷款存放协议的回购条款后的短短几天之后，而与此同时，BLX公司向小企业管理局返还了530万美元的存放贷款相关担保金。我提到了与整个市场相关的虚假的信息披露，“这引发了一个严重的问题，那就是管理层是否诚实地对待股东，甚至董事会。我想董事会的各位董事不会允许这样的公开说谎吧；那么，你们需要询问的问题就是，你们是否也对我们说了谎？”

一个星期之后，联合资本审计委员会主席布鲁克斯·布朗给我送来了一封盛气凌人的信件。董事会声称，它已就如何应对绿光对冲基金行为不轨的指责咨询过联合资本的管理层以及外聘律师。按照布朗的说法，来自联合资本的信息无法支持我们的指控。此外，回信闭口不谈我提出的任何具体担忧，例如盗取我的电话记录等；相反，它提到了绿光对冲基金对联合资本的卖空操作，含沙射影地攻击我的个人信誉。回信写道，如果我能够“向董事会提供你所得出的论断的具体信息”，那么，审计委员会将可以“确定是否采取进一步的行动”。我认为我的信件已经相当具体了。显然，他们对于追查事情的真相毫无兴趣。

接到我的信件之后，联合资本在向证券交易委员会提交的第一季度2005年备案文档中，大幅缩减了关于BLX公司业绩的信息概要的内容，此类信息的披露始于2002年年中。不过，精简的信息概要仍然足以核算出联合资本所确认的来自BLX公司的收入，以及BLX公司的债务增长速度，只是无法从中了解到发行量、收入、息税管理费前收益、净收入、贷款投资组合的规模以及剩余资产价值等信息了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■■■

布里克曼于2005年6月给小企业管理局放款人监察助理行政官珍妮特·塔斯克写了一封详尽的信件。塔斯克负责更新BLX公司的优先放款人资格。信中详细地陈述了多宗可疑贷款，并指出，为保护小企业管理局以及纳税人免于进一步的损失，BLX公司的优先放款人资格不应被更新。尽管铁证如山，小企业管理局还是更新了6个月的优先放款人执照。但这样的处理已经不同寻常，因为资格更新的时间一般都可达一年或两年。

与此同时，布里克曼继续深挖BLX公司的贷款。他发现了大量可疑的捕虾船贷款。事实上，联合资本逐渐成为了捕虾船业最主要的小企业管理局担保贷款放款人。数据显示，BLX公司在1998年未发放任何捕虾船贷款，1999年发放的捕虾船贷款数量占整个捕虾船贷款市场的20%，2000年该数字攀升到58%，2001～2002年该数字更是高涨到75%。

贷款份额的突然、快速增加尤为可疑，因为个体渔夫提供的廉价虾、国外的竞争、高昂的燃油价格以及不断下滑的虾价极大地伤害着墨西哥湾地区整个捕虾船业的运营情况。此外，小企业管理局的贷款规则要求捕虾船应事先取得美国国家海洋渔业局的证明，证明美国国家海洋渔业局拒绝向贷款人提供帮助，但并不反对小企业管理局假以援手。然而，海洋渔业局确定，由于行业过饱和，因此不再提供相应的证明。

布里克曼弄到了一封国家海洋渔业局致BLX公司的典型信件，信中写道，“我们管理当局同时表明观点，国内的任何渔业都无须扩充，任何政府的代理机构都不应再提供资助增加捕捞能力。出于以上考虑，我们无法提供同意所建议的资助的证明。”就在其他放款人响应号召离开渔业的情况下，BLX公司逆水行舟，在缺乏国家海洋渔业局证明的情况下向捕虾船业大量发放贷款。最终，BLX公司超过70%的捕虾船贷款违约，其中大部分出自里士满办事处那位罪犯麦克吉之手。

布里克曼发现了一桩于2002年发放给武兴（音译）的金额为110万美元的船只贷款。阮明和（音译）是贷款的见证人。武兴于2004年违约后，BLX公司以1000美元的“信用竞标”价卖出船只。布里克曼的调查显示，船只的真实价格为30万美元左右。BLX公司紧接着向阮明和发放了同一船

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只的75万美元的贷款。第二笔贷款使得BLX公司得以延期确认贷款损失，增加对美国纳税人的负债。（在采访中，武兴承认自己只是一名机械师，根本没有投入股权。事实上，船只属于他的两位叔叔，他们早已因为其他的船只而债务累累了。）

布里克曼还发现，2001年，BLX公司为两艘旧捕虾船向马斯特公司提供了48万美元的小企业管理局背书贷款。在还贷出现问题时，BLX公司试图以再度发放4万美元贷款的方式来延迟问题的曝光。2003年，在船只主人申请破产后，BLX公司再度接手船只。2004年1月，BLX公司以总计6万美元的价格售出船只。布里克曼估算，加上一次性费用以及其他成本，这笔贷款合计损失50万美元。布里克曼还注意到，直到2006年年底，小企业管理局都没有注销其48万美元的背书贷款。这便是BLX公司的典型伎俩：延迟注销，以操纵小企业管理局对放款人贷款情况的统计数据。

布里克曼为他发现的每一笔问题贷款都制作了详尽、完备的增记。他发现了丰富的过失证据，并得出结论，即BLX公司违背了多项小企业管理局的规定，其中包括向已有违约先例、身背对其他放款人的负债的贷款人发放贷款；夸大抵押物的价值；利用虚假或伪造的销售账单来支持欺诈交易等。

小企业管理局偶尔也会发现BLX公司贷款的问题，但是，小企业管理局总是采取“友好对待放款人”的处理方式。2004年11月4日，小企业管理局总监察办公室向BLX公司发放了一份利用再次从小企业管理局贷款获得的新贷款“全额支付”旧贷款的贷款清单。BLX公司于11月15日给出了回复，承认贷款发放不当，并自愿返回其中两笔贷款的小企业管理局担保金。小企业管理局贷款方案部对此的回复是“……感谢放款人自愿返还担保金……”不是严厉的处罚而只是“改正”的建议。

在另一桩贷款案例中，尤吉餐饮公司于2000年12月从豪斯特公司手中收购了位于弗吉尼亚州彼得斯堡市的华美达旅馆。买卖双方两家公司均从麦克吉领导的BLX公司里士满办事处获得小企业管理局贷款。在交易文件中，BLX公司并未注明相关贷款将更换所有权，或者注明出售方当前持有小企业管理局贷款。小企业管理局发出电子邮件给予建议，对此，BLX公司的反应是，无须再偿还小企业管理局贷款，理由是贷款人3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年半以来，已经偿还了主要的贷款本金和贷款利息，直至2004年3月陷入财务困境为止。

与此形成鲜明对照的是，小企业管理局总监察办公室随后的报告称，发现在提供贷款后仅6个月，BLX公司授权延期还贷，因此贷款人得以在2001年6月至2002年7月之间，以及其他时间段内无须偿还贷款。不仅如此，“放款人还忽略了应该提及”，这笔贷款是一桩133万美元的二级抵押贷款，一级抵押贷款160万美元由里士满银行提供。放款人还未提及的其他信息包括抵押资产在贷款发行时评估价值为360万美元，而在2004年8月时重估价值为94万美元。小企业管理局的贷款几乎全军覆没。

■ ■ ■

布里克曼和绿光对冲基金按照要求，就捕虾船贷款于2005年12月提请了“告密者”诉讼，这样，政府便有权在通知被告之前执行秘密调查。由于此项诉讼正在进行当中，所以某些环节我不便于在此处探讨。也因为同样的原因，我在本书中的陈述是有选择的，滤去了某段时间、某些文件、与政府的某些互动等。我不认为这些“遗漏”会影响对联合资本和BLX公司的罪行的证明。不过，对你来说，了解本书并没有彻底道出全部的情节还是很重要的。

绿光对冲基金的律师和我飞往亚特兰大市（本案提请诉讼的地方），会见司法局的律师和一位来自小企业管理局总监察办公室的调查员。根据《虚假申报法案》的标准协议，他们将会见所有的“讲述人”，即所谓的告密者。他们在几个星期后会见了布里克曼。在询问了关于我的一些基本情况（他们索要我的简历）、我们绿光对冲基金从事的工作，以及我们与布里克曼的关系后，我向他们讲述了我们与联合资本之间的问题，以及该公司对我们的长期攻击大战。我讲述了整个过程，会见持续了大约一个半小时。

在我们会见的一个月后，我们的律师从司法局律师处得到消息说，后者在咨询了小企业管理局后得出一个错误的印象，即来自BLX公司的全部贷款方案的所有损失仅为300万美元！这个数字毫无意义——正确的数字应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该是几千万美元甚至数亿美元。仅由克罗尔调查公司发现的欺诈贷款数额便已超过300万美元，而克罗尔调查公司涉及的贷款仅仅是BLX公司所有贷款的很少部分。欺诈贷款远远超出300万美元的波及面和对纳税人的伤害。鉴于对该数字的不满，布里克曼开始自己推算真实的损失。这可真折磨了他一阵子，但最终，书面工作、政府官僚以及大量的时间损耗都没有阻碍布里克曼的脚步。他依据《信息自由法案》向小企业管理局提出了一系列关于核实BLX公司欺诈信息的申请。

绿光对冲基金也提出了一些《信息自由法案》申请。我们要求获取BLX公司的法规性文档。但是，小企业管理局拒绝了我们的申请，因为泄露此类信息“可能造成对放款人的伤害”。与此截然不同的是，银行和保险公司也留存法规性文档，而且这些文档是公开的文件。结果，绿光对冲基金只好投诉小企业管理局，并据理力争，“我们认为披露这些信息将有助于我们调查放款人是否违反小企业管理局条款并涉嫌欺诈。其中所牵涉的公众利益远远大于对某个特定的放款人可能造成的伤害。”小企业管理局驳回了我们的诉求。

2003年，小企业管理局宣布即将建立风险评级制度来监控个体放款人。于是我们申请获得小企业管理局的风险评级信息，以及对BLX公司的相关分析。小企业管理局以同样的理由再次拒绝了我们的要求，同时也驳回了我们的诉求。

最终，小企业管理局向布里克曼提供了BLX公司的贷款历史纪录。布里克曼花费了数月清理其中的信息。此外，布里克曼还在密苏里大学新闻学院发现了一份小企业管理局的贷款数据库。我们从中摘取出BLX公司发放的贷款，并按发放的年份和贷款的状态进行了归类，其结果远远超出我们的估计（见表23-1）。

某项贷款已逾期60天，可小企业管理局还在继续认同它的担保物，并打算“购入担保物”。在“购入贷款”栏中显示了小企业管理局买入的贷款。小企业管理局只需要支付担保部分的金额，因此，购入的实际费用通常是贷款的75%。在小企业管理局购入担保物后，BLX公司继续努力追讨贷款。在这一期间，贷款处于某种中间地带，称做“清算”。一旦BLX公司解决了贷款，它将把收回的不管什么形式的资产的75%去除费用之后返还小企业管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表23-1　包括由联合资本小企业贷款中心、BLX公司金融服务公司以及BLX公司发放的贷款

（金额单位：1000美元）

贷款批准时间	发行贷款	违约贷款	占发行贷款的比例(%)	清算中的违约贷款	占违约贷款的比例(%)	未偿贷款	占发行贷款的比例(%)	注销贷款	占发行贷款的比例(%)
1999	237 002	57 109	24.1	32 065	56.1	68 968	29.1	9 584	4.0
2000	317 830	82 957	26.1	55 213	66.6	143 729	45.2	11 051	3.5
2001	498 276	97 273	19.5	79 471	81.7	249 797	50.1	6 226	1.2
小计	1 053 107	237 339	22.5	166 750	70.3	462 494	43.9	26 861	2.6
2002	567 991	83 281	14.7	69 786	83.8	304 619	53.6	4 789	0.8
2003	371 588	35 059	9.4	31 421	89.6	238 512	64.2	920	0.2
2004	304 334	12 079	4.0	10 536	87.2	252 488	83.0	414	0.1
2005	327 913	3 597	1.1	2 401	66.8	304 930	93.0	1 195	0.4
合计（1999～2005年）	2 624 933	371 355	14.1	280 894	75.6	1 563 042	59.5	34 179	1.3

小企业管理局担保：75%＝2.78亿美元

绝大部分违约贷款继续保留为“清算中”

由于违约贷款悬而未决造成的少量注销

由于缺乏时效性，违约贷款率较低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理局。此时，小企业管理局注销所有剩余贷款。

小企业管理局的数据显示，小企业管理局对BLX公司旧贷款（1999～2001年）的担保赔付率为22.5%。“未偿贷款”栏显示，这些年来，仍然有43.9%的贷款继续不能偿付。过高的购入率再加上突出的未偿金额，意味着最终的违约率将可能高达30%或更高。表中数据显示，近年来，违约减少，这或许是因为违约贷款尚未来得及充分演绎吧。自1998年以来，小企业管理局已经为BLX公司发放的贷款支付了2.8亿美元（3.71亿美元的75%）的贷款担保。这个数字几乎是司法局发现或者说是小企业管理局告知司法局的数字的100倍。

我们怀疑，小企业管理局如此不准确地声明如此微小损失的原因，可能是因为该代理机构没有定期注销不良贷款，但是也不排除小企业管理局内部人士保护BLX公司的动机。BLX公司发行的所有已由小企业管理局支付了担保贷款的贷款中，75%的贷款尚未从小企业管理局的账簿上注销。这些贷款继续保持清算状态，而它们的进一步处理将取决于BLX公司而非小企业管理局何时完成追讨的所有努力。当然，许多破产案例需要时间来了结。一桩复杂的大崩盘往往需要耗费几年才能理清，例如安然，要让所有债权人都满意，要处理所有需要确认的事情，甚至要先清算持有的某家公司。但是，这些小企业管理局提供给便利店、加油站、洗车厂、汽车旅馆等的贷款相当简单。它们通常以单一的资产背书，由单一的抵押人担保。一旦违约，并不需要经过漫长的程序来取消抵押品赎回权、举行拍卖或是追讨个人抵押物。很难想象BLX公司为什么需要一年多来进行类似的清算。

很简单，小企业管理局并没有敦促它的放款人注销贷款。这同样能够延缓小企业管理局账面的损失——让整个贷款方案看起来比实际情况好。标准的政府会计流程要求小企业管理局在赔付完担保款项后账面确认损失。小企业管理局并不想基于此报告自己的贷款方案业绩。我想果真如此的话，国会最好仔细查看小企业管理局贷款方案给纳税人制造的巨大风险。

小企业管理局政策的效果便是让诸如BLX公司一类的不法操作者延期确认账面损失，时间甚至长达数年。BLX公司一边声称尽力追讨贷款，一边提高年度服务费，并最终从追讨回来的资产中扣除该费用后移交小企业管理局。卡鲁瑟斯从一位BLX公司前雇员那里了解到，BLX公司时而制造

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

夸大的评估以证明结转价值，然后不明不白地持有违约的资产，时而出租该项资产获取“租金收入”，以代替清算。更恶劣的是，布里克曼发现有些贷款，贷款人已申请或退出破产，甚至小企业管理局的债务都已被清偿，但贷款仍然在BLX公司的账簿上显示为“清算中”，而非注销。我们很难看出小企业管理局或BLX公司究竟是遵循着什么样的会计准则。

通过将违约贷款打入不确定的“清算”炼狱的做法，BLX公司得以冠冕堂皇地声称自己“损失率”低下，像他们对管理当局、证券市场、投资者吹嘘的那样，并将此作为其投资组合业绩正常（回想当年，BLX公司竟然声称年度损失率低于1%）的证据。此外，BLX公司还组建证券部门，并允许该部门从附属担保池中回购违约贷款，降低应报告的附属担保贷款损失，而同时也把违约贷款保留在了BLX公司的账簿上。不仅如此，有几桩已经注销的贷款，仍然在BLX公司的账面上体现出相当不错的回收率。对于BLX公司来说何乐而不为：拥有良好回收率的贷款加速处理，其他回收无望的贷款任由它悬而未决。某些良好的回收的背后很可能是这样的：向新购买者提供新鲜贷款，资助他购入抵押资产。

小企业管理局衡量成功的标尺在于贷款的发行量，以及帮助企业的数量。每年，它都会发布新闻，宣布它所提供的支持的数量。小企业管理局也经常受到贷款发放不够及时的指责，例如在卡特里娜飓风袭击之后。我相信小企业管理局之所以采取“友好对待放款人”的态度对待BLX公司，是因为BLX公司兜售大量贷款的能力为小企业管理局脸上争光。而联合资本、BLX公司以及它们昂贵的律师激进地游说它忽视来自利欲熏心的卖空商的投诉似乎也没有让它感到受伤，就像我们从许多管理当局反复听到的那样。

在我们证实损失远远超过300万美元之后，司法局继续展开我们的公益代位调查。司法局拥有90天的时间来决定是否介入，不过它通常会要求延期。我们便被多次要求延期以完成调查。我们可以拒绝他们的请求，但是那将意味着我们必须自己提起诉讼，所以我们答应了他们的延期请求。

在布里克曼摘取小企业管理局数据中关于BLX公司的贷款业绩并绘制成表格后，他给小企业管理局放款人监察助理珍妮特·塔斯克送去了第二封信。小企业管理局设定了放款人保留资格的多项最高限制：拖欠贷款率（11%）、违约贷款率（9%）、清算贷款率（7%）。布里克曼估算，根据小企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业管理局的定义和方法，BLX公司的拖欠贷款率超过17%、违约贷款率超过13%（在某种假设下，有可能接近17%），清算贷款率超过13%。

BLX公司的情况远比小企业管理局支持的其他放款人恶劣。布里克曼核算出，2004年小企业管理局在全国支付的违约贷款的担保金中，有13%是BLX公司发放的贷款，而BLX公司的贷款发行量份额不到全国的4%。尽管如此，小企业管理局还是在2005年年底再一次授权BLX公司为优先放款人。我们把显示着BLX公司天文数字般违约率的表格递交给了《华尔街日报》的杰西·艾森格。2005年12月28日，他报道了此事。艾森格在报道中提到，联合资本回应说布里克曼的数据是"错误"的。然而，这些数据与联合资本自己的数据并没有巨大的出入，后者的数据显示，违约贷款率为11.25%，仍然远远高于小企业管理局既定的9%的限制。而11.25%这一数字本身，已经由于核算了许多近期发放因而还没有时间违约的贷款而受到了抑制。

艾森格报告，小企业管理局续约BLX公司为优先放款人，但排除了由联合资本发放的贷款，这或许是因为这些贷款是联合资本而非BLX公司所发行吧。小企业管理局也同时排除了捕虾船贷款，这也许是因为全行业的衰退吧。正如艾森格在文章中所写的那样，"BLX公司很会利用裁判，而小企业管理局友好地把球门柱移动到了更靠近的位置。"

■ ■ ■

2006年3月，我前往亚特兰大市，与一大群司法局的律师们进一步探讨捕虾船欺诈贷款的情况。（布里克曼，仍然于5月单独前往。）小企业管理局列席本次会议。我又一次被要求解释我是谁、绿光对冲基金是什么以及BLX公司如何欺诈小企业管理局等问题。

会上，小企业管理局总监察办公室调查员凯文·库珀布什询问我如何得到如此详尽的捕虾船贷款信息。他问我是否拥有相关的贷款记录。"没有，我们没有相关的贷款文档。"我回答道。详细信息来自各种其他的途径。"你不得不把各种资料拼凑起来。"我说道，并解释说他们需要坐下来，将各项贷款与我们所断言的具体的放款违例对上号。我们的诉讼文件中收录

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了一份关于BLX公司侵犯小企业管理局原则的种种方式的明细清单，包括欺诈性评估、未验证股权注入等，同时还包含一份披露所有信息的声明，因此政府当局已取得所有信息。BLX公司是会议室内唯一没有取得这些信息的与会者。

对于缺少美国海洋渔业局证明的事实，库珀布什认为并不是什么问题，因为他认为小企业管理局已于1998年规定，不再需要提供此项证明。尽管小企业管理局的标准操作流程明确规定需要该证明，但库珀布什仍然难以置信地解释说，失误或许在于没有人肯费事地变更书面的相关条例。

当然，BLX公司到目前为止还是小企业管理局捕虾船贷款的最大发行人。我不禁猜测这是不是另一堵小企业管理局石墙。随后，布里克曼向小企业管理局发出了信息自由法案申请，询问任何能够证明小企业管理局曾经修改规则的任何记录。小企业管理局的答复是，没有任何修改的记录。

会上，我试图把他们的注意力聚焦到操作不当的模式上。BLX公司向许多美国籍越南后裔发放了贷款。“有45笔贷款发放给了比洛克西市某特定地址的阮氏。”库珀布什解释道，“我要告诉大家的一件事情是，越南家族通常生活在他们的船只上，因此他们的地址就是船只停泊的桥墩。家族的所有成员都采用同一个地址。小企业管理局很熟悉阮娜（音译）她在当地还经营一家保险公司，是少数能够使用两种语言交流的越南人中的一个。由于捕虾人一次出海可能耗时一个月，因此当放款人需要联系捕虾船上的人员时，她就成为媒介。”库珀布什接着解释，与他交谈过的小企业管理局官员告诉他说，他们并不认为越南人的船队是一个整体的公司，而是一连串不同的家庭。不过，库珀布什也承认，确实有几桩贷款发放给了同一个社保号码。对此，他坦言他相信“那将构成一个引发犯罪欺诈的很好的、坚实的依据”。

会议持续了大约一个半小时。会议结束后，司法局的负责律师跟随我走入了电梯，她告诉我说，小企业管理局极力驳回我们的控诉，其态度的坚决是她从来没有在一个政府代理机构的身上看见过的。我问她这样的阻挠是否意味着潜在的腐败。她回答说她并不这么认为，小企业管理局自认为是“友好对待放款人”的代理机构。

接着，她提醒我小企业管理局正是她的客户，不过她很显然为小企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理局的阻挠而困惑。

我们分手的时候，她对我说，“作为纳税人，这个案件让我热血沸腾。”

我，也是。

■ ■ ■

2006年9月初，我们接到消息说，司法局拒绝干预我们的告密者诉讼，原因不详。我猜想，小企业管理局的阻挠起了作用。尽管我们很受打击，但是，我们相信BLX公司违反《虚假申报法案》条例并造成纳税人几千万美元损失的事实铁证如山。于是，我们决定自行诉讼。

诉状在几个星期后启封，法官指令我们年底之前送达所有被告。一般而言，我们有120天的时间来装备和送达诉状，但是法官解释说自2005年以来，时间的安排一直按照她自己的日程表来进行，而她希望进程快速一些。我们的律师准备好了修改过的诉状，并从法官那里争取到了宽大延期，终于，我们于2007年1月申请将诉状送达被告：BLX公司、塔纳豪斯特、麦克吉、哈林顿以及（John）Does 1-100。事实上，诉状很难送达塔纳豪斯特，尽管他在电话里多次同意，但他多日躲避法律流程，回避与递送人员的会见，最后，他干脆取道印度尼西亚休假。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOOLING SOME OF THE PEOPLE ALL OF THE TIME

第24章

赤裸的攻击

2005年8月11日，网络零售商Overstock网首席执行官帕特里克·伯恩致电绿光对冲基金，要求与我交谈。我当时外出开会，于是电话被转至负责研究Overstock网的分析师亚利桑德拉·詹宁斯，我们当时已经远离股市数月，此前曾对Overstock网进行过少量的卖空，但已于2005年1月获利了结。

詹宁斯听说伯恩打来电话，马上提高了警惕。大约1个小时之前，Overstock网刚刚发布新闻，宣布即将起诉卖空Overstock网的对冲基金罗克合伙人有限责任公司，以及某微型独立研究机构格瑞恩特，曾发表了针对Overstock网的批评性研究报告。Overstock网声称，以上两者之间存在不恰当关系。新闻中还宣布，稍后即将举行电话会议，并于次日网络直播诉讼事宜的探讨。

伯恩介绍了自己并要求与我通话。詹宁斯告诉她我一整天都外出。

“那么，是你在负责我们？”伯恩问道。

“是的。”

她没有多说，而伯恩似乎一时语噎，只等待着她再说点儿什么，可是，她很聪明，什么也没有多说。

“啊哈，好吧，嗯，告诉大卫我来过电话，还有，如果他有什么要探讨的话，请他打我手机。”

“好的，我一定转告。”她彬彬有礼，然后挂断了电话。

这可真是奇怪，如果我有什么事情要和他探讨，那么，我会给他打电话。他给我打来电话，说明是他有什么事情。如果我有事情要询问伯恩，我早就亲自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致电了。

伯恩和詹宁斯的通话仅持续了30秒。詹宁斯对Overstock网做过研究，包括亲身体验在该网站上“比较式购物”，以及构建电子表单、模拟Overstock网的绩效等。她还进行了财务分析，包括Overstock网股票价格与Overstock网盈利之间的对比，由于前者数字庞大，因此二者的比率已经失调。电子表单还确认出不断上升的客户采购成本，这并不是什么好事情。但是，詹宁斯并没有告诉伯恩任何情况。

我也许应该给他回电，但是我那天刚好没空。尤其在听说第二天早上就要举行电话会议的消息后，我决定避开他。因此，我没有给他打过任何电话。

不过，我决定收听电话会议——我真不敢相信我听到的。伯恩长篇大论猛烈攻击。他言辞尖锐地攻击了那么多人和公司，听起来很有意思，但同时也很让人悲哀，因为他说得那么认真，也确实获得了许多人的认同。

“即便是华尔街的坚强居民，也深为8月12日网上零售商Overstock网首席执行官帕特里克·伯恩的电话会议所震惊，”《财富》有关报道评论道，“‘我就想释放一下我的情绪。’伯恩宣告，接着他情绪激昂地发表演说，猛烈地抨击‘恶棍舞会’，指名道姓地提到了对冲基金、记者、调查员、法官、证券交易委员会，甚至艾略特·斯皮策。”

本书在此证明，伯恩所做的恰好与我们对立。绿光对冲基金并没有与任何人合作。

按照伯恩的说法，这场阴谋由所谓的“议长”（借用《星球大战》系列电影中的大坏蛋的名头）发动和领导。用伯恩自己的话来说：

> 事情继续，我开始听出里面的弦外之音，它们由我称之为议长或高人的人幕后奏响。现在，我可以告诉你那些企图终结我们公司的吸血鬼究竟是谁吗？我可以告诉你吗？我可以。但是，今天我不想说出来。这位议长，我可以告诉你他是谁吗？嗯，我可以告诉你，他的名字每个人都在谈及，每个人都耳熟能详。他是20世纪80年代以来最主要的罪魁祸首之一，他隐没在企业当中。不过，我还是不想说出他的名字。今天，我只想称他为高人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几秒钟的停顿之后，伯恩继续，“我刚才提到的所谓的议长，你知道自己是谁，我希望你做的事情真的值得，因为你一旦再被联邦调查员擒获，你将在监狱里了此一生，而我很乐于为此伸出援手。”

尽管我们不是他提请的诉讼案件的被告，但是，在伯恩宣读“恶棍”名单时，我的名字首先出现了，几分钟之后，我妻子的名字——谢里尔也赫然出现，也加入了“舞会”。伯恩把我引进他的公开弹劾演说完全缺乏根据，只有一个原因除外：联合资本。我们与联合资本的争斗早已尽人皆知，而我也因此被伯恩归入试图破坏完美的优秀企业、毁灭美国的邪恶之徒的大名单。

“大卫·艾因霍恩经营着纽约的绿光对冲基金，”这是伯恩对我的唯一真实描述，“绿光对冲基金，我曾经到过那里，听到了他们亲口讲述的创业神话，感觉大卫·艾因霍恩就像那个架起个什么电线杆，然后便在宿舍里做起了买卖的家伙，时间推移摇身一变便成就了今日的绿光对冲基金。”伯恩继续道。

伯恩可从来没有到过绿光对冲基金公司，我更没有在大学里竖起过电线杆子，或是在宿舍里做过买卖。这个故事听起来更符合西特德奥投资集团的创始人肯·格里芬在哈佛读书时候干的事情。似乎伯恩剪接和融合了多个关于对冲基金经理的不同故事和不同版本，然后套用到我的身上。

矛头接着转向了谢里尔。“还有《金融周刊》，”伯恩说道，“关于《金融周刊》，所有华尔街的人都知道，它多多少少可以算做一群对冲基金卖国贼的代表……直到最近，我们才发现，里面有这么一位编辑谢里尔·施特劳斯，婚后名字谢里尔·施特劳斯·艾因霍恩，大卫·艾因霍恩的妻子。如果你去追查相关文章——我马上就会提及，你会发现此夫妻二人的特殊关系。”

并不需要太多的侦探工作，你就可以在《金融周刊》的刊物上找到谢里尔的文章，因为谢里尔一直署名“谢里尔·施特劳斯·艾因霍恩”。伯恩继续侃侃而谈，声称只要去查阅，人们就会发现那位刚刚在《金融周刊》发表了一篇抨击Overstock网文章的记者很可能认识谢里尔。这倒是很可能，但又怎样？更何况一切还很难说，因为他所有的证据就是乔·麦卡锡斯科的某个暗示。也许，他希望听众会相信，谢里尔选择了一个绿光对冲基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

甚至没有卖空Overstock网股票的时刻，向该记者提供了一个以我们为立场的故事。以伯恩偏执狂似的世界观而言，记者总是盲目地接受前同事布置的任务。

伯恩还看出了克罗尔调查公司和我之间的合作。我猜测联合资本告诉过他绿光对冲基金聘用克罗尔调查公司调查联合资本和BLX公司的贷款。现在，根据伯恩的说法，克罗尔调查公司正在对他展开调查，而以上就是他做出一切为我授意的结论的所有依据。

伯恩继续说道，“克罗尔调查公司已对我调查数月，试图往我身上泼脏水。总体的情况——嗯，在我无法弄清楚朱尔斯·克罗尔和大卫·艾因霍恩之间的关系之前，我很难弄清楚事情的真相。”

尽管我们一直聘用克罗尔调查公司调查联合资本，但是我从来没有见过公司的创始人朱尔斯·克罗尔，甚至没有跟他通过电话。伯恩把我们联系在一起的依据似乎就是克罗尔先于我25年到康奈尔大学就读，以及我们两家同住一座城市。

下面引入吉姆·卡鲁瑟斯。

伯恩说道：

> 吉姆·卡鲁瑟斯是个有趣的人。位于旧金山市北部的伊斯特本资本公司里有一位吉姆·卡鲁瑟斯。伊斯特本（Eastbourne）拼写的末尾有个字母“E”。这很有趣，因为有个自称吉姆·卡鲁瑟斯的家伙想利用细微的拼写差异把自己撇清，让自己看起来是一位独立于伊斯特本调查公司（Eastbourn Investigations）——这里的伊斯特本的拼写里末尾没有字母“E”——的私人调查员。我认为此吉姆·卡鲁瑟斯非彼吉姆·卡鲁瑟斯，因为非私人调查员从事私人调查将被处以重罪。而这位私人调查员与底特律某律师的关系非同寻常，该律师行事古怪，或许我们下面会有时间谈及此事。

我怀疑这部分关于底特律律师的论述，源自卡鲁瑟斯在底特律得到了关于BLX公司欺诈贷款信息的事情。显而易见，伯恩在替联合资本说话。

在伯恩的演出谢幕之前，我和戴维·罗克的照片被紧挨着放到了大屏幕上，我们头上的标题是“卖空商”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 大卫·艾因霍恩是——当然是——一个痴迷于证券的家伙。绿光对冲基金的人员生动地向我描绘了他是如何使用6部手机，不停更换SIM卡，并以不同的路径工作的。我在绿光对冲基金的时候，工作人员向我解释你如何不能、不可以进入办公室的某个部分与他见面。他极端腼腆和谨慎，不愿曝光，不希望相片流失，诸如此类。因此，如果你在公开场合会见他的话，千万不要拍照，因为他显然极端在意被报纸或互联网上曝光。

再次申明，伯恩从未到过绿光对冲基金，我们公司也没有人会见过他。而且，在绿光对冲基金的办公区域，也显然没有我的秘密藏身之所。我只有一部电话，而且直到本次电话会议结束后，我才在询问了别人后明白了SIM卡究竟是什么东西。大多数情况下，我坐火车上班，虽然我上班的时间并不确定。这是我的小花招。此外，我也没有意识到，我不认识的人对于我照片的需求或对我本人的兴趣没有得到满足。伯恩不就有一张我的相片吗？我不觉得有什么不可以。

我了解陷入困境的公司的首席执行官们在危机时刻的所有狗急跳墙的行径。我自己就有过亲身体验。不过伯恩可是在攻击所有人、每一个人呀。这样的表现真可谓千古奇观。

■ ■ ■

自电话会议之后，伯恩一直忙于推进圣战。Overstock网甚至在网站上公开宣称“首席执行官的圣战”。伯恩最主要的控诉在于他所谓的“裸卖空”。可不巧的是，他控诉的被告罗克和格瑞恩特与裸卖空毫无干系。推测起来，可能是为了回应伯恩的控诉和公开公正的需要，证券交易委员会开始介入并展开调查。案情的高潮出现在证券交易委员会强迫记者出示消息来源的时刻——这也成为轰动一时的新闻。记者们拒绝服从，最终，证券交易委员会取消了调查。

裸卖空指的是卖空尚未借入的股票。伯恩对此已经进行了大肆的抨击，指控对冲基金为将优秀企业逐出商界的“恶棍”。按照伯恩的说法，裸卖空

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等同于伪造股票并向市场出售，以此打压股票价格。证券交易委员会听取了伯恩的说法，以及对裸卖空的其他批评，最终于2007年6月推出条例，严格管制裸卖空。根据证券交易委员会主席克里斯托弗·考克斯的说法，裸卖空是“一种欺诈犯罪，严格禁止并严厉处罚”。

裸卖空最主要的证据就是大量的交易无法正常交割，即所谓的交易指令“发送失败”。我猜想，如此算来，市场上的裸卖空还真为数不少。首先，裸卖空操作很可能在做市商之间广泛传播，他们被允许不必借入股票就可以进行卖空。此外，还有一些短线投资者，他们仅进行短线操作，因此会在原交易完成之前出逃。我不相信以研究为导向的、经常长期持有股票的卖空商会介入这样的裸卖空。这不仅毫无道理可言，而且结算经纪体系也不允许。

然而，对于大量交易发送失败的解释还有另外的版本。假定股票持有者把股票借给卖空商，卖空商把股票卖给了新东家。交易交割，一切正常。现在，假定原股票持有者卖出自己手中的股票，则他的经纪人必须召回借出的股票，移交给新东家。卖空商的结算经纪人一旦接到召回股票的通知，他们并不会强迫卖空商立即从市场上购入股票，而是寻求借入新的股票。这需要一定的时间。结算经纪人很可能也借出了股票，并决定召回股票了结问题。就在结算经纪人寻求借入新的股票或是等待召回通知兑现的过程中，时间过去了，系统或许恢复了——制造了发送失败的现象。

试想一下，随着基本股票不停地交换东家，无数的经纪公司都在互相借入、借出、召回股票，结算系统很快出现滞后，一大堆的发送失败产生。这样的现象完全可能发生在没有人裸卖空、没有人操纵或制造假冒股票等的情况下。在卖空意味着巨额利润时，结算经纪人面对召回通知将很难借到替代股票——这样的股票更有可能发生发送失败的现象。交易系统中如果果真存在这样的问题，伯恩应当指责其他某人，而不是“恶棍”对冲基金。

其实，真正让伯恩如鲠在喉的，是某对冲基金核算出他的业务模式并不优良，而且股票估值过高。他做了大量的努力，试图迫使卖空商翻船。Overstock网的股票价格在他宣布诉讼的当天——2005年8月11日，价格为43美元。自此，股票再没有达到过相同的位置，2006年11月跌至13美元。我们没有卖空Overstock网，这太可惜了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯恩表示与“合法”卖空或对冲基金没有分歧。当然。卖空商们投入重金押注他的失败让他遍体鳞伤。伯恩的表现让我想起了沃伦·巴菲特曾经告诉我的一件事情：卖空一家由骗子经营的公司是很困难的，因为他们为了拯救自己不惜使出卑鄙的手段猛烈地还击。“骗子的生活就仰仗这个呢。”巴菲特说道。尽管我不会称呼伯恩为骗子，但是，他所虚构的针对我的歇斯底里的攻击却证明了他的不诚实。

■ ■ ■

2005年9月，联合资本宣布受到犯罪调查之后9个月，我们受到华盛顿特区司法局的邀请，前往分享我们关于联合资本的信息，协助他们的调查。我于10月份抵达华盛顿，向联邦检察官们演示了50页的幻灯片。在一间狭小的会议室内，我与助理律师乔纳森·巴尔、另一位检查官以及3位联邦警探共同度过了8个小时。这一次，显然，他们做足了准备工作。在各个节点处，他们甚至参考过我为证券交易委员会提供的口供。他们提出了许多该死的辩护型的问题，就像是在重复联合资本的律师们在辩护席上的种种言辞。

我们逐一审查了绿光对冲基金与联合资本之间的问题，其中包括联合资本无数的虚假和误导性公开声明，10桩独立的缺乏合理依据的投资估值的历史，联合资本如何变更会计准则，以及联合资本如何依然缺乏合理的评估依据，等等。我们还探讨了BLX公司的欺诈贷款、贷款存放协议，以及口头协议等。我们还审查了克罗尔调查公司的发现，以及联合资本种种通过配股和其他行为操纵市场的企图。最后，我们谈到了我的电话记录被盗和其他几项联合资本的过失。

几个月前，圣迭戈的联邦警探便曾告诉我，他已发现了盗取我电话记录的家伙，但是他不能告诉我他是谁。现在，我知道了，司法局把对联合资本的调查移交到了华盛顿特区，也就是说，华盛顿特区目前接管负责调查联合资本的整支队伍。我完全可以推断出究竟是谁盗取了我的电话记录。检察官和警探们不停地做笔记，他们看起来聪明、认真、有能力。会议结束，我又一次乐观地离开了华盛顿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第25章 又一种贷款方案，又一类欺诈

BLX公司的贷款欺诈并不仅仅涉及小企业管理局的7（a）方案。美国农业部同样为工商企业提供贷款担保，其下属农村商业合作局提供的贷款方案为贷款担保75%的贷款金额。该贷款致力于帮助开发农村地区，增加就业，改善农村社区的经济和环境。和小企业管理局如出一辙，美国农业部同样任由道德丧失的放款人戏弄贷款方案，也同样疏于监察。

2000年6月，BLX公司向比尔·罗素石油公司提供了300万美元的工商企业贷款。比尔·罗素石油公司，来自阿肯色州雷克托市的石油经销商，在密苏里州东南部地区和阿肯色地区经营加油站。截至2000年6月，公司已欠其他信贷商100万美元的贷款。美国环保局无数次点名批评比尔·罗素石油公司，指责它燃油储存不当，并勒令其清理污染。比尔·罗素石油公司假借处理燃油污染的名义申请贷款。公司的附属担保物十分脆弱，最终无力偿还BLX公司的贷款，甚至无力支付贷款利息。2000年11月，BLX公司再次向该公司发放40万美元的全新小企业管理局7（a）贷款。几乎就在BLX公司向公司发放美国农业部担保贷款一年之后，美国农业部不得不支付贷款担保金。2001年11月，小企业管理局也步其后尘，支付贷款担保金——尽管小企业管理局的数据显示，最终全额获赔。

比尔·罗素石油公司无视美国环保局的要求，违反环境保护条例，而且拒绝回复美国环保局的电话。司法部门最终提起诉讼。2005年4月，阿肯色州东部地区底特律法庭做出判决，处以公司8300万美元的罚金。这起判决引发了美国农业部总监察办公室对BLX

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的贷款审计。

2005年9月，美国农业部发布了长达40页的审计报告，要求BLX公司返还贷款担保金，并提议取消BLX公司工商企业贷款方案的资格（www.usda.gov/oig/webdocs/34099-07-TE.pdf上的审计报告没有直接点名BLX公司或比尔·罗素石油公司，取而代之的是“放款人”和“贷款人”）。审计报告描述的欺诈行为，与克罗尔调查公司、卡鲁瑟斯以及布里克曼发现过的许许多多的BLX公司小企业管理局贷款案例如出一辙。特别指出的一点是，审计发现BLX公司歪曲了贷款人资产的价值。例如，在对贷款人附属担保物的评估当中，评估师注意到，BLX公司要求评估的资产中，有多家加油站已被环保局关闭。当评估师要求公司提供文件，以便更合理地评估资产的价值时，贷款人声称公司的相关记录已在一场大火中销毁。1999年3月，评估值最终被确定为150万美元，这一数字甚至无法抵扣300万美元的贷款。

“我们的结论是，放款人隐瞒了1999年3月的评估值，把20件资产的歪曲价值报送到美国农业部州办公室，”报告指出，“州办公室的官员声称，如果他们在发放无担保贷款之前得到1999年3月的评估值，那么，他们是不可能对贷款进行担保的。”

然而，根据审计报告的说法，BLX公司继续推荐了另一位评估师，并得出430万美元的评估值。说变就变！这下附属担保物足够了！然而，得出430万美元估值的依据（资产状况的改善）并没有真正得以实现。BLX公司负责监督资产改善的进展，然而，BLX公司根本没有履行该项职责。事实上，新评估师已然在评估报告中赫然证明某些资产已经得到改善，并罗列出一份改善的清单。此外，新评估师还宣称，自己已看到环保问题减小的相关报告。但是，当总监察办公室的审计员要求提供该报告时，该评估师却“坦言”无法找到。

审计员还发现，在贷款发放前6个月的时候，密苏里州吊销了贷款人的加油站经营许可证。不仅如此，在贷款发放前2个月，国家环保局巡视了公司的多项资产，并发现60余处不达标污染。然而，尽管如此，BLX公司仍然书面证明，资产状况没有出现重大变化。

此外，审计员还发现，BLX公司曲解资产状况。BLX公司不仅知道贷款人并未改善20项资产中的19项，也了解贷款发放时已然出现多项资产甚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至关门停业的情况。但是，BLX公司仍然给出虚假证明：资产状况已经改善，95%的资产正常营业。

审计报告中最让人震撼的是一些公司资产的实地拍摄照片：简陋的框架，已然坍塌或废弃。这些照片显示，公司的资产并未像BLX公司报告中描述的那样，近期得到改善并正常营业。举例来说，贷款发放前一个月时，一次飓风来袭摧毁了公司位于密苏里州的某项资产。从相片上（见图25-1a）很难看出它的存在，但不难猜测此地曾经矗立过一座建筑物。密苏里州的另一项资产在贷款发放前一个星期被确认并宣布为危房，不适于居住（见图25-1b）。另一张照片展示的是一座被废弃、坍塌的位于密苏里州的加油站，贷款发放时BLX公司和贷款人都无法证明该加油站的正常运营（见图25-1c）。另一座位于阿肯色州的建筑状况类似，贷款发放时，BLX公司和贷款人同样无法证明它的正常运营（见图25-1d）。

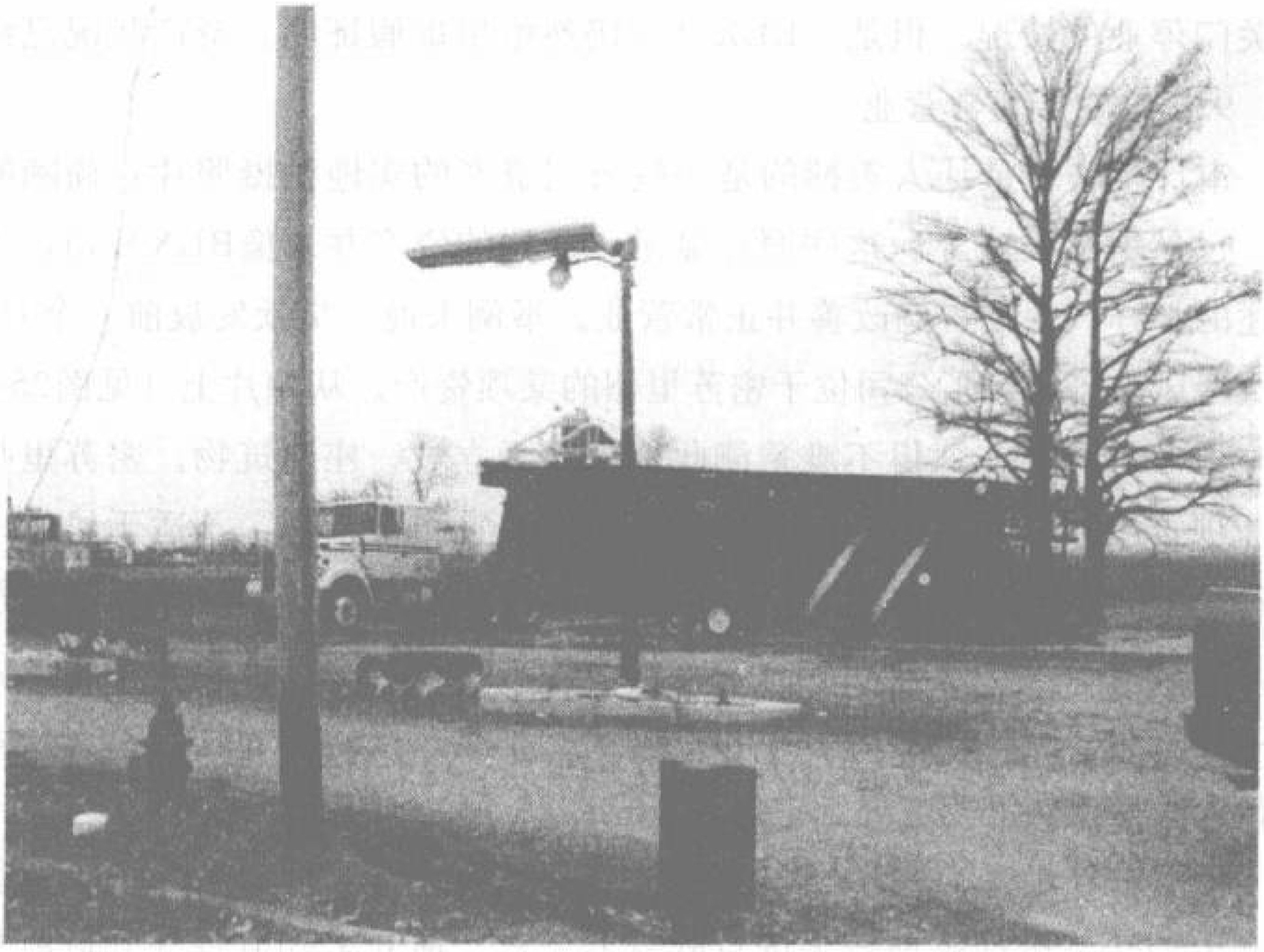
根据审计报告，在2005年与BLX公司的一次会议上，BLX公司首席执行官罗伯特·塔纳豪斯特告诉总监察办公室，他并不知道贷款发放前是否有人拜访过比尔 ·罗素石油公司的各项资产。列席会议的两位副总裁由于刚刚加入公司，因此并不了解这笔贷款的情况，而具体负责该贷款的副总裁已经离开公司，并通过律师表示不愿意与总监察办公室对话。

最后，审计报告发现，贷款收益被挪用于禁止用途。其中，一部分收益流入某贷款仲裁员的腰包，在该仲裁员的帮助下，比尔·罗素石油公司的现有债务得以减少。BLX公司从贷款收益中支付了仲裁员的报酬，而这明显有悖于贷款方案的原则。“在一份日期为2000年12月20日，发送给仲裁员的传真中，放款人的贷款专员写道，他顶着杀头的危险给仲裁员支付第一笔酬金7.5万美元。”审计员的报告中这样描述。贷款文件中则丝毫没有这一酬金的痕迹。“放款人很清楚，这并不符合贷款收益的允许用途。”

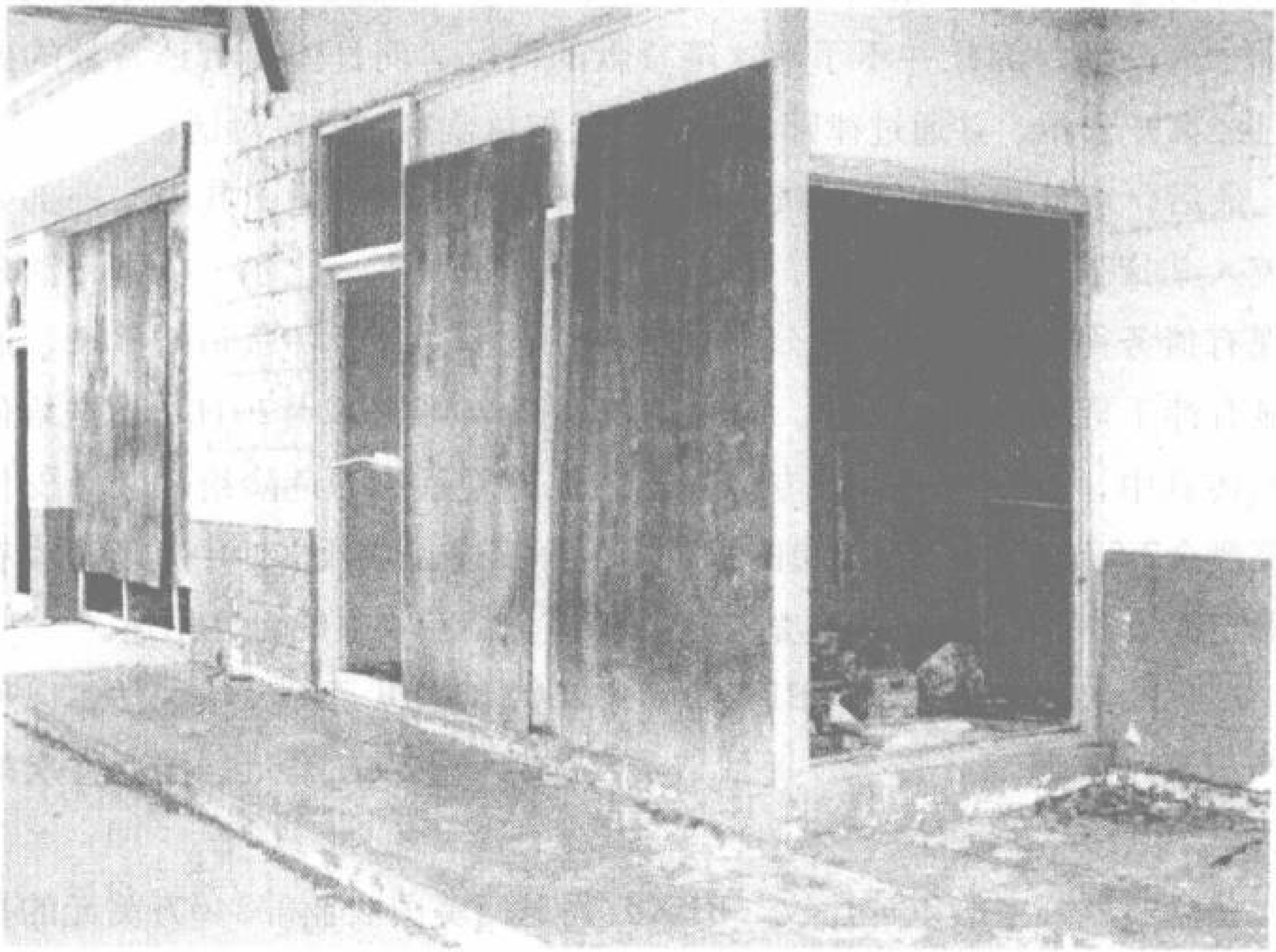
在贷款出现违约之后，BLX公司于2002年操纵了另一项评估，以便在资产清算中收回部分资金。评估值最终确定为120万美元，接近首次的估值。

总监察办公室的审计建议，BLX公司退回美国农业部240万美元的担保金及其利息，并取消BLX公司工商企业贷款方案的资格。某个政府放款方案资格的吊销意味着BLX公司将被自动禁止参与任何的其他政府担保计划。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



a)



b)

图25-1 来自比尔·罗素石油公司审计报告的图片

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

c)

d)

图25-1 （续）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也就是说，BLX公司同时也将失去小企业管理局贷款方案的资格。然而，美国农业部并没有同意总监察办公室吊销BLX公司资格的建议，而仅仅是警告和收回担保金。

2006年2月，布里克曼追踪到美国农业部比尔·罗素石油公司贷款案件的审计员。审计员告诉布里克曼，BLX公司的小石城律师团希望成立一家微利基金公司，并在抵税拍卖会上购买审计所涉及的20项污染资产。如此一来，如果发生污染清理或健康投诉等方面的诉讼，那么，责任将落到微利基金公司的头上，而微利基金公司只需破产、消失，一切问题便将迎刃而解。而所有的损失、责任以及其他的指控都不会出现在联合资本或BLX公司的财务公告上。审计员认为，"证券交易委员会很担心这一提议。"

有人或许会想，在发现了如此众多的欺诈之后，美国农业部应该着眼调查放款人的其他贷款，但事实并非如此。在我们发现了比尔·罗素石油公司贷款欺诈案例后，布里克曼依据信息自由条例从美国农业部获取了所有BLX公司的工商企业贷款信息。

布里克曼从中发现，BLX公司向多个加油站、多个卡车休息站、一个蝴蝶园、一家食用菌类公司、一家运动超市、一家百货商场、一家纸盒厂商、一家室内溜冰场等发放了工商企业贷款。1998～2003年间BLX公司发放的由美国农业部担保的大约50笔贷款中，美国农业部已经支付了4100万美元的担保金，超过担保总额的42%。如同小企业管理局担保贷款一样，仅有两笔贷款最终由于不正常的缓慢的贷款审查流程被取消。布里克曼搜寻了关于其他贷款的信息，发现一系列的贷款人登记破产或违约。如此一来，已发现的问题贷款占BLX公司所有发放的美国农业部担保贷款的比例高达惊人的65%。

布里克曼汇总了多起违约的美国农业部工商企业贷款的详细资料，并把资料报送给美国农业部的审计员。布里克曼出示了足够的证据表明美国农业部担保贷款被用于保释其他放款人，并因此将损失从私人放款人转移到纳税人。他发现BLX公司向有过美国农业部贷款违约前科的贷款人发放贷款，或是将农业部担保贷款用于保释小企业管理局贷款。BLX公司将违约贷款在不同的政府代理机构间进行转移。

审计员将布里克曼提供的信息整合到自己的工作和分析中，向美国农

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业部总部提交了一封信件，试图吊销BLX公司的执照。审计员在给布里克曼的回信中写道，“有时，政府的车轮十分缓慢，但是，仍然有像我们一样的一些人，在努力地保护纳税人的利益。”

2006年2月，地区审计员向美国农业部农村商业合作局主任菲利普·科尔发送了一份备忘录。备忘录指出，总监察办公室不同意农业部不吊销BLX公司执照的决定；相反，它建议检查BLX公司清算和取消抵押品赎回权的所有历史纪录。备忘录认可布里克曼的违约数额估算，以及关于一系列其他工商企业贷款的问题的总结。备忘录提议在农村商业合作局的总部举行会议，探讨吊销BLX公司贷款资格的问题。备忘录还指出，基于其他的研究，“BLX公司的贷款组合呈现微利和不合格的状态。”按照备忘录的说法，1.3亿美元的担保贷款中，4300万美元的贷款处于逾期、违约或是清算的状态。

2006年3月初，布里克曼得到消息说，农村商业合作局总部就吊销BLX公司的贷款资格的事宜举行了会议，并同意了吊销的倡议。正式的答复将在30天后宣布。总监察办公室首席律师戴维·格利与BLX公司很熟悉，此前参与过小企业管理局贷款的事宜，我们曾于2003年8月与他见过面。这次，他希望积极执行吊销的决议。审计员告诉我们，他已与证券交易委员会的监察员，以及华盛顿美国联邦检察官办公室交谈过。

然而，接下来，审计员似乎遇到了障碍。他建议布里克曼通过总监察办公室热线进行投诉，以敦促总监察办公室采取行动。于是布里克曼给热线发送了一封电子邮件，请求办公室审查另外6项可疑的美国农业部担保贷款。几个星期之后，布里克曼仍然没有得到任何答复，于是他再次发送邮件询问进展。农业部官员戴维·刘易斯终于给布里克曼致电，但内容毫无实质性。

几个月毫无结果的等待之后，我们通过信息自由条例了解到，总监察办公室为什么没有对热线投诉进行响应，“我们之所以回绝了这样的审计事务是因为我们缺乏人手。”“我们计划于2007财年对该放款人的行为进行审计。”换句话说，总监察办公室目前的预算中没有足够的资金来确认自己目前是否在经受着损失。

有人会想，遭遇诸如比尔·罗素审计这样的事件，BLX公司一定会赶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

紧返还担保金，了结事情，但事实根本不是。阿肯色州农业部官员向BLX公司送达了一封要求返还担保金的“不同决议信件”。BLX公司对此提请申诉。听证会定于2006年7月25日于纽约州长岛举行。BLX公司依据信息自由条例申请各种信息，力图拖延。

我派绿光对冲基金的法律总顾问前往参加听证会。控辩双方分别由4名来自阿肯色州和华盛顿的成员组成。美国农业部的听证官来自康涅狄格州，他已于前一天晚上随同12盒文件抵达听证会的举办地。资料的收集花费了整整5分钟。控辩双方均同意延期60天举行听证会。当局也同意延期60天进行不利调查以商议解决方案。

接着，我们听到消息说，那位倡议对BLX公司进行审计的审计员调离美国农业部到另一政府部门就职。就这样，他抱着10月份或11月份启动对BLX公司审计的希望终止了他在这一事宜上的所有活动。

2006年11月，阿肯色州农业部官员发来了一份最新计划，要求返还比尔·罗素石油公司贷款担保金。布里克曼从阿肯色州办公室了解到，总部希望“对家务事轻微打扫，了结申诉。”布里克曼反问道，“你的意思是他们打算就此大事化小，小事化了？”

“正是这样。”这位美国农业部代表回答道。

在几天之后的跟踪交谈中，布里克曼表达了对了结此案的担忧。美国农业部的代表坦言道，“这并不是它们与我们之间存在明显问题的唯一案例。”

“它们指的是BLX公司，还是美国农业部？”布里克曼反问道。

“BLX公司还发放了我们担保的其他贷款……”美国农业部代表回答。

“看起来很奇怪？”布里克曼接过话题。

“嗯，我真希望我可以自由地谈论某些足以让你浑身起鸡皮疙瘩的事情。”

几分钟之后，布里克曼问道，“你为什么会认为华盛顿特区向你施加压力隐瞒此事，或是消极对待此事呢？小企业管理局的做法与此雷同。”

“我不知道，”农业部代表回答道，“我们仅仅是雇员。这些事情根本没有凭据。”（后来，这位代表希望能够使用撰写本书的相关材料，我们同意了，而他似乎很高兴有这样的一本书的存在。）美国农业部代表继续道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有人与它们穿同一条裤子。是的。和它们穿一条裤子的人是谁呢？我们不知道，我们也没有线索来进一步追查。在我们向总部发出信件，但却石沉大海之后，这个问题就一直萦绕在我的脑海。它们询问了一些内部的事情。我想，这很难去证实，你知道的，如果事情闹大，必然引起公众的关注。我根本无法了解事情的真相。

后来，美国农业部代表澄清，内部事宜就是，“我们遭到了批评。我被告知事情就是这样，不要再去追究。第一个遭到批评的人就是我。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第26章

政策嗅觉

小企业管理局未能对BLX公司采取行动，不仅如此，还不断更新其作为优先放款人的资格。小企业管理局竟然如此费力地阻挠我们的告密者申诉。尽管调查启动了很长时间，欺诈也很明显，但是，华盛顿特区的美国联邦检查局却依然按兵不动。更有甚者，证券交易委员定期通过联合资本的股票扩容，导致联合资本不断壮大。这一切似乎毫无道理可言——其实不然，我们应该来看看联合资本的政治联系。

联合资本总部位于华盛顿的宾夕法尼亚大道，其创始人乔治·威廉斯，出身于美国联邦调查局。前面已经提过，斯维妮曾为证券交易委员会工作。联合资本董事会成员劳伦斯·赫伯特则一直担任政治色彩浓厚的里格斯银行的首席执行官，直至该银行帮助智利军事独裁者奥古斯托·皮诺切特（Augusto Pinochet）洗钱和违法资助而引发丑闻，并最终导致里格斯银行于2005年出售给PNC银行时止。

沃尔顿自1999年起一直担任里格斯银行的董事，直至其售出。里格斯的另一位董事卡特·比斯，于1992～1994年间，担任证券交易委员会委员，并一直经营自己的风险投资基金。福布斯网曾报道他为联合资本的高级顾问。2004年，他曾代表联合资本出席某证券交易委员会的圆桌会议。具有讽刺意味的是，在证券交易委员会成员中，比斯享有公司治理专家的美名，并因此得到某联邦法官及证券交易委员会的提名，负责和领导2.5亿美元的基金，致力于监督上市公司的财务欺诈。

2004年7月，国会“专刊”《国会山报》报道说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

某些银行家煽动自己的同行向参议员约翰·克里（John Kerry）捐助大笔政治献金参加总统选举，反对乔治·布什总统取消小企业管理局7（a）方案所有补贴的议案。克里是监管小企业管理局的参议院小企业委员会中少数声名显赫的专家。2007年，民主党掌控了参议院，克里随即成为参议院小企业委员会主席。《国会山报》有文章指出，BLX公司的德里尔·舒斯特“给业内成员发送电子邮件，鼓励他们捐助克里的竞选。‘好好想想落入我们口袋的小企业管理局的贷款方案吧！’在堪萨斯州生活的舒斯特写道”。《国会山报》的文章继续：

> 舒斯特还写道，BLX公司首席执行官罗伯特·塔纳豪斯特正是克里竞选资金筹集委员会的成员，他积极筹措超过10万美元的竞选资金，帮助民主党击败布什。
>
> “我们希望至少能够筹措10万美元，并让我们的7（a）事业与克里先生及他的竞选委员会紧密联系在一起，”舒斯特写道，“在塔纳豪斯特的掌控之下，没有任何其他的团体能够在小企业管理局贷款事业上取得更高的赞誉了。”

舒斯特本人，在加盟BLX公司之前正是一位前小企业管理局的区域经理。我不禁揣测，这是否会影响到小企业管理局对放款人的监管。

自从证券交易委员会开始对联合资本进行调查，联合资本便加大了它的政治活动的力度。自2004年9月起，联合资本在每一份新闻发布稿中都加入了如下的企业描述：“为了服务股东，我们帮助建立美国企业，创造和保持工作机会。公司的私人投资组合包括对100多家企业的投资，这些投资产出超过110亿美元的收益，支持超过10万份的工作。”这样的描述向管理当局和政客们传递的信息不言而喻：如果你们让我们失业，那么，10万人将因此失去工作。当然，事实并非如此。联合资本投资的企业仍然会继续运作。联合资本本身并不是什么大雇主，截至2006年年底，它仅有雇员170名。

联合资本在宣布证券交易委员会对自己展开调查4个月后，于2004年10月成立了一个政治行动委员会。至2005年年底，该委员会共筹得资金11.6万美元。捐献者几乎都是联合资本的员工，包括办公室职员、主管，以及他们的家属等。斯维妮于2004～2005年共捐赠7500美元，佩妮·罗尔和她的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

丈夫共捐赠1万美元。罗伯特·朗，这位在2002年的投资者大会上与我共进午餐的联合资本高管，捐赠额达1.25万美元。政治行动委员会筹集到的大多数款项均进入监管小企业管理局的国会参议员或其他成员的腰包，其中包括参议员奥林匹娅·斯诺，参议院小企业委员会女议长。

沃尔顿也在2004～2005年间向政治行动委员会捐资1万美元。不过，他的捐助对象并不止于此处。2000～2005年间，沃尔顿的政治献金累计为11.6万美元，分别投向布什总统、共和党全国委员会，以及共和党参议院全国委员会——沃尔顿有记录的最大的单笔捐献为3.5万美元。银行委员会的参议员梅尔·马丁内兹得到沃尔顿的捐助3000美元；小企业委员会主席唐纳德·曼祖罗获得1000美元；小企业委员会的另一成员苏·凯利获得5000美元；参议员斯诺获得1000美元；参议院金融委员会参议员乔恩·基尔获得2000美元；金融事务委员会主席国会议员迈克尔·奥克斯利，获得3000美元；7位参议院小企业委员会委员（6位共和党和1位民主党）共计获得9000美元。此外，政治行动委员会为有可能参加2008年总统竞选的参议院小企业委员会委员乔治·艾伦设立专项资金5000美元。唯一获得捐赠的民主党参议员是埃文斯·贝赫，共获得2000美元的个人捐赠，以及5000美元其名下政治行动委员会的捐赠。

撇开政治行动委员会不谈，塔纳豪斯特和他的家属，以及联合资本的员工，包括斯维妮，都曾捐助民主党党员尼迪娅·维拉兹奎斯（众议院小企业委员会显赫成员，以及金融事务委员会成员）的竞选大战。她经常抱怨小企业管理局不能足够快速地帮助小企业获得贷款。塔纳豪斯特和他的家属，包括一个女儿和一个儿子，于2000～2006年间，政治捐献26.6万美元。大部分献金流入民主党议员，其中包括捐献给维拉兹奎斯的2万美元。我确信，这些目标明确地捐献给监管小企业管理局的当选议员的行为绝不是偶然的。

2005年3月，在美国联邦地区检察院宣布犯罪调查之后，联合资本将马克·拉西科特吸收为董事会董事。拉西科特为何方神圣？共和党全国委员会前任主席；布什/切尼连任竞选委员会前主席；蒙大拿州前任州长。2006年春，联合资本再次吸收新董事——埃德温 L. 哈珀，另一位社会关系广泛的好手，时任大型专业保险公司休恩特高级副总裁，主管该公司公共事务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和政府关系。此前，哈珀曾在白宫为尼克松总统和里根总统服务。联合资本显然在堆砌政治堡垒，抵御调查。

还记得证券交易委员会的“坏警察”律师马克·布拉斯韦尔吗？就是那位咄咄逼人地质问我关于我的演讲的目的，以及与其他基金经理的关系的律师。在他离开证券交易委员会4个月后，即2003年9月，成为华盛顿温柏法律事务所的合伙人。按照温柏新闻发布稿的说法，布拉斯韦尔将“致力于企业调查、白领和证券诉讼及其规范。”布拉斯韦尔2004年10月注册为联合资本的说客。但是，布拉斯韦尔可不是位普通的说客，事实上，我们根本没有发现这位说客还有其他的客户。我不明白，一位掌握着来自我们的机密材料（包括电子邮件、交易记录以及关于联合资本的口供）的律师，在我们与联合资本的争执持续期间，离开政府机构为联合资本服务，这是否恰当？是否合法？（联合资本对于游说并不陌生。2001～2006年间，该公司共花费100万美元聘用说客，其中包括支付温柏的6万美元。）

绿光对冲基金的律师给证券交易委员会的总监察办公室发送了信件，描述了有关布拉斯韦尔的情况，并指出其何以违反了道德原则。2006年12月，证券交易委员会总监察办公室遭到严重的舆论批评，原因是未对前证券交易委员会强制执行律师加利·奥古尔针对证券交易委员会妨碍他充分调查皮克特资本管理公司[⊖]与摩根士丹利之间的内部交易的控诉展开调查。虽然有此警示，但仍然没有任何迹象表明证券交易委员会在布拉斯韦尔事件上有所长进。时至今日，证券交易委员会仍未采取任何行动。

我告诉《纽约时报》享有盛誉的企业专栏作家弗洛伊德·诺里斯关于联合资本雇用布拉斯韦尔的事情。诺里斯致电联合资本听取它们的说法。联合资本的回答竟然是，我在证券交易委员会录口供的时候，布拉斯韦尔并不在场！

我不得不用力地掐自己，努力回想确认自己不要犯错。我从布拉斯韦尔新东家的网站上下载了一张他的照片，没错，正是那天在证券交易委员会问讯室里的家伙呀！绿光公司的律师也查阅了当时的笔记，同样确认布拉斯韦尔在场。我们从证券交易委员会获得了口供的复印件，消除了一切怀疑。

⊖ 皮克特资本管理公司涉嫌收取摩根士丹利首席执行官麦晋桁的小费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诺里斯于2005年7月15日发表了专栏文章，讲述了联合资本最近停止报道BLX公司的财务概要以及雇用布拉斯韦尔为说客的事实。诺里斯写道：

> 把BLX公司，以及联合资本的大多数运营业务称为“私有企业”未免过于牵强。事实上，它们都是联合资本的分支机构，联合资本拥有它们全部或几乎全部的股份。但是，联合资本却把它们当做自己的投资，并尽量减少对它们的信息披露。联合资本可以做到这一点，因为它属于企业发展公司。
>
> 隐瞒事实的企业必然引起人们的猜疑。2002年，大卫·艾因霍恩领导的绿光对冲基金公司，发布了一份质疑联合资本会计准则的报告。但很快，艾因霍恩先生便遭到证券交易委员会强制执行律师的质询。艾因霍恩谴责联合资本对自己的控告。
>
> 证券交易委员会质询艾因霍恩先生的律师名叫马克·布拉斯韦尔，他为华盛顿温柏法律事务所合伙人。去年秋天，在联合资本宣布证券交易委员会展开对它进行会计审查后，布拉斯韦尔注册为联合资本的说客。（版权属于《纽约时报》集团公司，2005年。获许重载）

诺里斯告诉我们，布拉斯韦尔无法向他解释清楚自己为联合资本从事的工作，只是声明，“他并没有参与政府的调查，也未不恰当地向联合资本泄露证券交易委员会的案件信息。他声称自己遵循了所有的道德原则。”

诺里斯还注意到可疑的股东行为。股东们似乎并不在意联合资本刻意隐瞒信息或是其他，只要联合资本的派送一直持续。“联合资本隐瞒全资分支机构财务状况的秘密并没有让股东们焦虑，”他写道，“问题是，证券交易委员会是否要对联合资本向股东隐瞒更多的信息的决定做点儿什么。”联合资本的股票，当时每股大约29美元，并没有因为诺里斯的文章而波动。

■ ■ ■

与此同时，联合资本采取了清理行为的姿态。通过几年来逐渐对萧条

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时期所出现问题的消除，并得益于资本市场整体状况的改善，联合资本账簿上几乎没有了荒诞的估值，例如以成本计价破产公司的贷款等。联合资本改善了它的评估流程。首先，它提升了一位资深高管，担任新设置的“首席评估官”一职。当然，提拔一位很可能便是问题的一部分的内部经理的做法，并不太像是解决问题。其次，它聘用达夫斯及杰姆皮证券，为公司提供“评估帮助”。

华尔街时常倾销它的评估意见。显而易见，联合资本寻求的“评估帮助”远远不是涉及估值或是对其投资的公正意见。评估公司并不负责对联合资本投资的公司进行尽职调查、拜访、与管理层对话，并据此向联合资本建议某个具体的评估值。根据达夫斯评估公司的标准约定协议，它“不会负责确定‘公允价值’”。它的作用“将局限于建议者的角色，对现有的评估政策和流程提供辅助支持，并对管理层所确定的每一项投资的‘公允价值’提供消极保证”。

相反，联合资本向达夫斯评估公司提供自己的评估值进行审阅。对于每家公司收费5000美元的费用来说，达夫斯评估公司仅仅能够做到查看联合资本的工作，而不涉及任何能够提供“消极保证”的独立的事实调查，也就是说，假定联合资本提供的信息是准确的、完整的，在此基础上，达夫斯评估公司建议评估并非不合理。当然，如果联合资本的管理层精心挑选与达夫斯评估公司共享的事实，那么，可想而知，联合资本的评估顾问自然不可能有不赞同的基础和权力。

对于每家公司5000美元的费用而言，达夫斯评估公司不可能展开足够的工作和调查。切实的评估花费至少是该数字的10倍以上。诚然，根据标准协议，达夫斯评估公司仅执行“有限的程序”，即阅读和探讨管理层准备好的评估值以及相关的增记，与相关团队会谈以理解管理层对每一项投资的预期和意图，以及探讨公司的基本战略和绩效等。它将考虑泛泛的经济和行业趋势、公开交易的对比公司、管理层提供的财务信息，以及“管理层披露的与公司相关的其他事实和数据”。一句话，达夫斯评估公司的作用就是核查管理层的核算抄账无误。最后，它却以审计员、保证人的身份申明“一切问题仅限于有限程序”。

尽管联合资本改善了它的评估流程，但是各种警示标志仍然存在，例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如绩效平滑以及估值的系列相关性。我们收集了足够的关于多项联合资本投资的信息，来证明联合资本依然以毫无依据的价格来估值。当然，只要扭曲估值之母（BLX公司）继续存在，过于严肃的“评估帮助”便显得不必要的苍白。

我们与联合资本聘用来帮助评估BLX公司的杰姆皮证券公司之间存在经纪业务。于是，我致电绿光对冲基金的销售专员询问是谁在负责联合资本的评估帮助。杰姆皮证券公司拒绝回答。我再次声明我只要求JMP的相关人员听我讲述而无须应答，但是杰姆皮证券公司还是拒绝了我。销售专员干脆向我宣告，“你知道的，我们并没有购买联合资本股票的打算。”

联合资本的业绩越来越糟。2003～2004年，联合资本的每股派送均超过了财务报告中的收益。净投资收入（不包括收益和损失）2003年为每股1.65美元，2004年为每股1.52美元。受到联合资本卖出盈利投资，保留损失投资的战略的支持，联合资本2004年取得的应税收益为每股2.4美元，相关的税前派送为每股2.3美元。而净收入，计入未实现的损失后，仅为每股1.88美元。2004年第四季度，鉴于贷款发行量较过去一年下降30%的事实，联合资本将BLX公司的结转价值适度调低了2610万美元，但仍然无法接近其真实的价值。

■ ■ ■

2005年第一季度，联合资本将对BLX公司的4500万美元贷款转换为股权，以“夯实资本基础”，并“理清资本结构”。正如此前提到的，联合资本已经停止提供关于BLX公司的详细财务信息，因此，我们很难跟踪到这些贷款的转换情况。不过，毋庸置疑的是，债务变股权通常并不是什么好兆头，它往往标志着公司已然无法支付所欠债务。

同时，法规调查也开始于2005年产生巨大的法律费用。2005年上半年，联合资本为此支付了2500万美元。如此高昂的法律费用意味着，即便以每小时300美元计价，你也可以聘请50位律师每周工作60个小时。2005年第三季度，该费用下降一半，到第四季度，该费用“仅为”360万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联合资本2005年击出两记本垒打。第一记本垒打，即将其商业性不动产抵押贷款证券投资组合及其发行平台，全部打包出售给某加拿大银行，并获得巨额收益。第二记本垒打，即联合资本于2001年对优胜公司的原始投资在2004年整合了一系列区域竞争对手后成长为一项巨大的投资。2005年，联合资本宣布进行销售路演，并喜获丰收。两记本垒打致使每股收益高达6.36美元。

我演讲两个季度后，联合资本将其季度税前派送从每股1美分提升到每股0.57美元，并自此连续9个季度维持在相当的水平。即便其间出现让人失望的投资绩效以及净运营收入，它都几乎赤裸裸地隐瞒和伪装，继续保持其季度每股0.57美元的派送。现在，得到两记本垒打的助阵，联合资本开始再一次地，缓慢提升其派送金额，几乎是以每季度提升每股1美分的速度进行。

然而，联合资本由于遇到了发放新贷款的巨大竞争，不得不降低了贷款的利息率。相应地，贷款投资组合的收益下降。不仅如此，3640万美元的调查相关法律费用也雪上加霜。净投资收入再次下降，于2005年跌落到每股1美元的境地。

即便如此，创造了巨额应税收入的已实现净收益，仍然让联合资本陷入了两难境地。如果它派送所有的应税收入，即便是特殊派送，它也仍然无法保证未来的进一步的派送前景。显然，常项净投资收入目前已少于派送的收益。不仅如此，联合资本已经收割了最茂盛的庄稼，在它剩余的贫瘠的投资组合的土地上，不可能再生长出稳定、丰盛的派送收益了。既然你已经采摘了鲜花，浇灌了杂草，那么，你的花园里当然只会留下满园的杂草了。

为了解决这一问题，联合资本利用税收科目的漏洞，以支付4%消费税的代价获得了延期一年向股东派送应税收入的条件。当然，这样的做法毫无经济性可言。如果进行派送，股东将支付15%的长期资本收益税，而4%的消费税相当于一年期贷款利率的26%（股东将延迟一年支付15%的税收。其成本是4%——由联合资本支付：4/15＝26.6%）。联合资本就以这样的代价回避了一次特殊派送，而股东们则需要等待一年，从正常的季度派送中获取自己的收益。事实上，当联合资本告知股东它创建了资金蓄水池来保证未来税前派送时，全身心关注定期季度“股息”的股东们欢呼雀跃。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过度派送的副作用是，彻底将公司的业务从运营收入驱动型转换为资本收益驱动型，并最终派光了公司积累的前期资本收益。由于运营收益不再事关重大，联合资本失去了所有控制运营成本的动机和激情。表26-1比较了联合资本2005年与2001年（我演讲的前一年）的运营成果。

表26-1　联合资本的运营成果

	2001年	2005年	变化的百分比（%）
资产	2 461	4 026	64
运营收益	179	137	−23
每股运营收益	1.92	1.00	−48
员工薪资	29.6	78.3	165
管理费用（不包括调查费用）	15.3	33.8	121
调查费用	—	36.4	没有提及
薪资			
比尔·沃尔顿	2.4	7.4	208
琼·斯维妮	1.6	4.1	256

注：金额单位为100万美元，每股金额除外。

运营收益不仅在绝对数字上大幅滑落，在资产比重以及每股收益上同样下滑。千真万确，即便扣除调查导致的法律成本。与此同时，员工和管理费用（不包括调查成本）却高速增长，远远超过资产增长的速度。其中，增长之冠当数管理高层薪资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第27章 内部人员套现

联合资本也许觉得自己拥有华盛顿朋友的保护罩，但是，一旦千百万美元的巨大利益牵涉其中的时候，保护罩的存在仅仅只成为其一个假设。没有任何方法来保证所有的影响是否造成当局或它们的调查脱轨。一旦当局采取行动，联合资本的某些管理高层将由“纸上阔佬”变得一贫如洗。

2006年4月，联合资本宣布即将举行年度大会，同时告知股东即将就所谓的员工“持股议案”的细节举行投票。这听起来似乎与投资者并无利害关系，因为公司总是不断修正类似的计划，而投资者也总是不断地赞同和通过。听起来似乎如同以往的陈词滥调，但是，这一次却有所不同，而且并非没有利害关系。

联合资本的官员和高级雇员均持有价值千百万美元的股票期权，这些股票期权是他们薪金的重要组成部分。联合资本的官员们不得不明白，各种各样的政府调查很有可能导致严重的后果，引发股票的暴跌，以及期权股票价值的蒸发。相对于公开市场的参与者而言，他们对于调查状况更为敏感。在长达一年半的时间里，他们都拒绝对律师起草的标准披露文件之外的任何信息发表评论。如果联合资本的高管了解到调查中出现的任何负面消息（或是业务中发生的任何坏消息），并在这些消息公开之前执行期权或是售出股票，那么，他们将有可能遭到民事犯罪，甚至是刑事犯罪的内部交易的起诉。

许多员工的股票期权都处于“期权价内状态”，也就是说，员工能够执行的期权价格低于当前的股票价格。举例来说，2005年年底，联合资本已发行的期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权平均执行价格为每股22美元，那么，如果股票的市场交易价格为每股30美元，那么，员工将可以执行期权，以22美元的价格购入股票，以每股30美元的价格立即在市场上卖出股票，获得每股8美元的价差收益。联合资本的管理高层通过股票期权，便可获得数十万甚至数百万美元的收益。

集中地执行大约1300万股既定的、价内的股票期权，并集中地卖出该股票，必将导致股票价格的暴跌。联合资本的股票交易并不十分活跃，通常每天仅成交几十万股。而每一次内部交易都要求管理高层向证券交易委员会提交规定的表格，并在1天左右的时间内披露卖出提示。联合资本及其支持者在2002年编造的信心故事的宗旨便是，“如果存在欺诈，内部人员将卖出股票。”公司的战线便是管理高层并未出售股票；相反，他们象征性地购入了少量的股票，借以向市场发出内部购买的信号——公司一切良好。

大规模的内部出售必将迅速成为新闻，而这是联合资本所不允许的。管理高层的困境是如何在不引起内部交易指控，以及不造成因为售出股票而引起股票价格暴跌的情况下套现。毕竟，截至2005年年底，首席执行官沃尔顿持有价值约2400万美元的股票期权，首席运营官斯维妮持有约1200万美元的股票期权。他们两位将是议案的最大受益者。

因此，联合资本提议了所谓的股票持有计划，即员工既定价内的股票期权可以上缴公司，以换取一半等值金额的普通股股票和一半等值金额的现金。由于公司发行的股票期权已经接近法定的上限（法律规定企业发展公司可以发行的股票期权上限为流通股总股本的20%；联合资本目前已发行的股票期权已占流通股总股本的18%），因此公司声称取消现有股票期权将有利于员工和新雇员。根据议案委托书的说法，“股票持有议案不需要得到股东的通过。需要获得股东通过的是发行股票满足期权取消补偿方案中的普通股部分的事宜。如果股东未通过股票发行的议案，董事会将有资格修改期权取消补偿方案的构成，确定为全额的现金补偿。”联合资本如此声称，听起来犹如威胁。显然，如果采取全额的现金补偿的话，员工的“持股”计划将不包含任何股票的成分。

这样的计划对我来说闻所未闻，询遍周遭，也没有人见识过这样的计划。这样的计划将让内部人员有效地向公司售出最多高达3.97亿美元的股票，而不必承担在开放市场上内部人员售出数百万股股票的负担。为什么会有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人愿意从员工手中购买数量相当于公开发行总股本9.5%的股票？“他们知不知道我们不愿意？”市场会问，假定最糟糕的情况发生。

同时，由于股票出售给公司，因此并不会出现内部人员威胁到其他股东的确凿的负面信息。也就是说，如果管理层预见到了调查的不利结局，他们将回避掉内部交易的责任，即执行股票期权并在公开市场上出售。

基于我们对委托书的分析，如果所有员工都参与所谓“持股计划”的话，将有大约1300万股既定价内期权转换为170万股普通股，外加5300万美元现金。在转换之前，股票每上涨1美元，员工收益将增加1300万美元，转换之后，员工收益仅增加170万美元。联合资本违心地断言，与持有1300万股价内股票期权相比，持有170万股普通股票直接而更好地结合了员工的利益。负责联合资本投资者关系的戴尔·林奇对《华尔街日报》宣称，“我们认为，这是一种让股票回到员工手中的良好的、透明的方法。”又一次，闭着眼睛把混浊当透明。

如果股票处于下降通道，管理高层的利益将得到保护。如果持有期权，一旦股票价格跌落到行权价格之下，那么，期权将失去实质价值。转换之后，员工将得以保留5300万美元的现金价值，以及一定的股票价值（除非股票价格跌至0）。

在我父亲写的书中有这么一则笑话：一个家伙拥有一间酒吧。一天，他注意到他的酒保每卖出一杯饮料，都会放1美元在现金柜里，再放1美元到自己的口袋里。几个月过去了。当他再次来到自己的酒吧时，他发现酒保每卖出一杯饮料后不再放任何现金到钱柜里，而是把2美元统统装入自己的腰包。酒吧主人走到酒保面前质问道：“怎么回事，我们不再是合作伙伴了吗？”

就像我所看到的，如此脆弱的方案正是管理高层的聪明花招，好让自己的股票在崩盘之前套现。联合资本在走钢丝呢，这样的计划让我明白了，公司的操盘手们完全清楚这一点。

■ ■ ■

2006年9月，惠普公司的女掌门人帕特里夏·邓恩被起诉监视董事会其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他成员，原因是害怕泄密。她发起了一项调查，范围涉及通过私人调查公司假扮董事会董事向电话公司索取电话记录。这便是所谓的“假托”，即有人致电并假装成某人获取电话记录。

现在，我知道如何称呼发生在我以及其他联合资本指责的对象身上的事情了。随着惠普事件在全国范围内的传播，以及随后国会听证会、犯罪起诉以及高级别人员的辞职等一连串事件的发生，该事件确凿地界定为犯罪。参照惠普案件的结果，我记起来我于2005年收到的来自联合资本董事会的断然拒绝的信件并没有特别地解释“假托”事件。

我确定联合资本窃取了我的电话记录，并希望提高对公司违法行为的审查水平。2006年9月15日，我再次致信董事会，提醒董事们关注惠普事件，并敦促他们展开调查。在信中，我写道：

> 唯一有动机窃取我以及另外4位遭受联合资本突出指责的个人的电话号码的个人团体，就是联合资本管理层。根据公众呼吁以及惠普行为导致的潜在的犯罪控诉，董事会不应该装做此类“假托”事件无伤大雅。诚然，发生在我们身上的“假托”事件并不仅仅关乎泄密，它的性质更为严重。如果联合资本管理层涉嫌参与非法获取指责对象电话记录的行为，那么这样的“假托”行为将构成公司介入和冷藏指责对象，并歪曲证券市场至关重要的信息流的企图。董事会显然有责任调查联合资本管理层的此类犯罪行为。

我们从审计委员会新任女掌门处再次得到了驳回的结果，理由是它已经“调查了你对于联合资本管理层试图窃取你的电话记录的申诉，但未发现任何证据支持该申诉”。我感觉到再次驳回的理由如此苍白，其用词如此字斟句酌。他们的发现是缺乏证据。我们无从知道他们对调查的努力程度，也无法从中看出有人受雇于联合资本的事实，例如某律师雇用某人窃取我的电话记录。尽管回复的信件给予我机会，允许我提供更多的信息，但是它的语气在暗示，董事会对此毫无兴趣。事实上，我的信件中已包含了足够便于董事会展开调查的细节——如果它真的对此感兴趣的话。

出于这样的考虑，我们决定道出整件事情的原委，以引起联合资本的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重视。我们开始接触《纽约时报》，该报于2006年11月8日发表文章描述了我们对于联合资本涉嫌假托的指控。该文由詹妮·安德森与朱莉·克雷兹韦尔合作撰写，详细陈述了联合资本对声称遭受假托事件的受害者的指责，以及联合资本对假托事件的否认。文中阐述：

> 艾因霍恩先生先后两次致信联合资本董事会进行申诉——其中一封于近期9月份寄出，并提出，以假托的方式盗取电话号码的行为有可能出于根除关系和平息批评的目的……联合资本的某发言人声称，公司不对假托的指责发表任何评论，除了对艾恩霍恩先生个人的回应之外。

《纽约时报》的文章发表于联合资本发布2006年第三季度收益的当天。在电话发布会议上，沃尔顿再次对我发起抨击：

> 在我们进入正题之前，我想对《纽约时报》的文章说点儿什么。你们可能已经看过今天发表的这篇文章了——今天的晨报。你们中的大部分人（或许是所有人）都知道，过去四年半以来，大卫·艾因霍恩，这位卖空联合资本股票的投资者，对联合资本进行了各种各样的指控。我们用业绩证明了他的错误。艾因霍恩的动机很清楚；如果他能够将联合资本的股票价格打压下去，他便能够从中获利。我们相信，今天的文章仅仅是艾因霍恩先生打压策略的又一次出击。关于今天文章提到的盗取艾因霍恩先生及另外4位联合资本批评对象电话号码的事宜，艾因霍恩曾对此两度书面致信。艾因霍恩第一次提及盗取电话号码事件可以追溯到2005年3月给联合资本董事会董事的信件。联合资本审计委员会主席于一周内给予了艾因霍恩先生答复，指出董事会没有发现支持他的指控的证据，但是，将审视他希望提供的任何错误行径的证据。
>
> 艾因霍恩先生从来没有提供任何支持他的指控的有效证据。18个月后，当假托已然成为大新闻的今天，艾因霍恩先生再次致信并重提盗取电话记录的申诉。信中，他明确地倚仗近期媒体聚焦的惠普事件，声称乐于向董事会提供进一步辅助调查的信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些都不过是他的单方面说辞。9月29日，联合资本审计委员会主席回复了艾因霍恩先生。信中，主席指出，董事会已调查了艾因霍恩的指控，但未发现支持他对管理层涉嫌盗取电话记录的不当行为的指控的有效证据。董事会再次请求他提供任何失当行为的证据。但至今，他未做回应。我们的董事会两度致信申明他的指控缺乏事实依据，并两次邀请他提供失当行为的证据。艾因霍恩两度失去响应。

有意思的是，他两度无以回应都是在他声称乐于提供失当行为证据之后。显而易见，根本不存在支持联合资本试图盗取艾因霍恩电话记录的证据。我们从来没有收到过他的电话记录，文章中所有支持他的指控的观点都来自艾因霍恩自己的说辞——一位有动机打压联合资本股票价格的个人。正如你们所知，联合资本的业绩堪称典范，尽管一直遭受艾因霍恩先生的攻击。诚然，截至2006年9月30日，我们过去5年来给予股东的年平均回报高达15.6%。计入我们预期第四季度的每股0.62美元的股息，整个2006年，我们定期季度派送的股息累计达到2.42美元。事实上，自2002年至2006年9月30日近5年的时间里，联合资本已向股东累计派送了每股11美元的股息。我们都希望，艾因霍恩先生在这样一个盛大的派送日里，放弃以联合资本及其股东利益为代价的个人追求，尽管这样会造成他的巨额损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOOLING SOME OF THE PEOPLE ALL OF THE TIME

第五部分

绿光资本是正确的……继续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第28章

指控与否认

在2006年5月举行的年度股东会议上，联合资本获得批准发行股票作为其“股票所有权发起计划”的一部分，但是，随着当年工作的进展，联合资本并没有发出内部持股转为股票期权的招标邀请。在第二季度电话会议上，管理层认为延迟的原因是股票价格的“波动”，股价由每股31美元左右下降至每股28美元，他们显然要等待股价的好转。

当联合资本公布其第三季度业绩时，我们看到，除没有大幅增加的出售家庭经营资产盈利外，2006年头9个月的业绩和2005年很相似。前三季度，联合资本的净投资收入为每股0.97美元，每股盈利为1.47美元，支付的分红为每股1.80美元，不足部分来自上年度的资本收益。联合资本开始支付其员工股票期权，不包括股票期权支出的补偿费用的增长超过2005年的50%，公司达到了30%左右的盈利水平，净投资收入比2005年增加的主要原因是调查成本从3200万美元左右降至约400万美元。

虽然调查宣布后，联合资本暂时停止了出售股票，2006年该公司仍坚持恢复发行新股票，一年中通过德意志银行、美林和美国银行向新的投资者销售了近3亿美元的股票。

联合资本继续一点一点地减记在BLX公司的投资，联合资本将其账面价值由2005年年底的3.53亿美元减少到2006年9月30日的2.85亿美元。根据联合资本的文件显示，预付款增加影响了投资组合收益，贷款环境的竞争加剧影响了其贷款发放。

虽然在2005年年初联合资本不再披露BLX公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要财务成果，但仍然有足够的证据表明，BLX公司的问题变得很严峻，比逐步减记说明中的情况还要严重得多。在9个月里，联合资本从BLX公司获得了1190万美元的利息和分红，而上年度是1950万美元，利息和分红中现金部分由1440万美元下降到仅有620万美元。红利中“B类”股本利息由900万美元下降至零。相反，在联合资本担保的银行额度中，BLX公司的借款由1.35亿美元扩大到1.88亿美元，这意味着BLX公司的借款由2.7亿美元扩大到了3.76亿美元，可能是BLX公司确实一个季度需要1亿多美元的借款，也可能是BLX公司考虑到问题的严重，只是想尽可能扩大其贷款额度，这是公司预见到贷款人出现重大问题后，在申请破产保护前的常见做法。考虑到BLX公司向联合资本实际支付的收益下降，这就提出了一个问题：为什么BLX公司要如此快速地增加贷款呢？

相对于借款的增加，我们估计联合资本计算BLX公司的企业价值时只下降了7%，鉴于上述恶化的状况，很难有理由只做这么低幅度的调低，联合资本再次使用了BLX公司价值计算方法改变的理由。根据其提交给证券交易委员会的文件显示：“此外，2006年9月30日，我们完成了该季度末的第五次分析，其中BLX公司价值是在净资产价值（经过某种折扣调整）上增加了的商业运作价值，使用折现的现金流量模型确定的。”（加强语气）显然，面对BLX公司的恶化，四个旧的方法已经不能自圆其说了，低幅度的调整用旧的估价方法是难以解释的。

■ ■ ■

《纽约时报》关于盗窃电话记录的事刊登两天后，我在纽约一个大型集会——价值投资大会上发表了关于我们长期持有的一对股票的演讲，当我演讲结束后，一名男子在大厅里走近我，并跟着我来到“仅为发言者”准备的私人房间，他问我是否对《纽约时报》关于盗窃电话记录的事感到自豪，我说我不认为某一犯罪行为的受害者有什么值得自豪的。然后他又说：“我听说你写了一本书，是不是与你今天谈到的，或者关于联合资本的那一套说法差不多？”我头脑里马上响起了警钟，而不是答案。我问他是谁？他自称塞斯·费森，来自一家公共关系公司——西埃克公关公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我听说过这家公司，它以积极宣传一些起诉做空者的公司而闻名，其中包括Overstock网、比尔维制药公司和费尔法克斯控股公司，它比兰尼·戴维斯更激进而名声在外。我开始是猜测，后来才知道是联合资本雇用了它。正在这时，一名会议组织者发现了这里的紧张气氛，将费森带出了房间。

■ ■ ■

一周后，我仔细阅读了联合资本给美国证券交易委员会的季度备案报告，发现在第82页“未实现增值或贬值变化”一节中“BLX公司”这一部分的第4段如下：

> 此外，在2006年9月30日确定在BLX公司投资的公允价值时，我们考虑了以下问题：首先，小企业贷款环境竞争仍很激烈，因此，在投资组合中，BLX公司继续保持大量的预付款，这也影响了新增贷款的能力；其次，小企业管理局总监察办公室和司法部已经对BLX公司及其底特律办事处的借贷活动开展了调查，目前调查正在进行之中。

我是在飞机上看到这一点的，我想即使飞行员也能听到我发出的惊呼：“我的天哪！”

这是最新的披露，意味着他们知道了事情的严重性，除非确实发生不利影响，联合资本从不披露负面消息。事实上，联合资本隐藏在10-Q报告中一个不起眼部分的披露，意味着管理层不希望别人知道，又能为他们推迟披露负面消息提供法律保护，他们确实披露了事件的发展，当然并没有在你希望的重要监管事项中披露，例如没有出现在“法律诉讼”项下。联合资本在法律诉讼中继续披露的是美国证券交易委员会和华盛顿的检察官的调查，主要涉及“投资组合估值和我们的投资公司——BLX公司”，这让人们误认为调查的是估价问题，而不是贷款问题。备案报告发出已经一个星期了，难道我是第一个真正看了第82页内容的人吗？报告实在太模糊了，甚至布里克曼也错过了这一信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我还将披露的信息告诉了卡鲁瑟斯，他对法律数据库做了搜寻，发现了一些在密歇根州的起诉案件。2006年3月16日，联邦大陪审团对穆罕默德·穆斯塔法、艾哈迈德·库德比和阿卜杜拉·埃尔尤法利发出了4项罪名的起诉书。起诉书中描述了欺诈的过程：

> 埃尔尤法利是全球建筑有限责任公司的负责人之一，该公司主要开展空气污染控制处施工管理公司的业务，后者致力于加油站和加油站小型超市的更新和建造……此外，埃尔尤法利与BLX公司的一个或多个雇员保持着友好的关系，他还为BLX公司做贷款经纪人。
>
> 前进汽车服务中心有限公司（简称“前进汽车”）是穆斯塔法拥有的一家密歇根州的公司，库德比是其秘书。1999年1月左右，前进汽车购买一家位于密歇根州沃伦市胡佛街25025号的汽车加油便利店，以一张10年期的本票支付。
>
> 2001年3月15日，穆斯塔法和库德比以前进汽车的名义签署了一份正式申请和相关文件，向BLX公司申请110万美元的小企业管理局担保贷款，贷款的用途中71.25万美元用于土地征用（即购买不动产）；15万美元用于建造、修理和更新；余下的用于周转资金、偿还债务及借款手续费。借款人支付了3.75万美元的借款手续费；2.2万美元用于债务重组。借款人还要支付总额为12.95万美元的“股权注资”，这是小企业管理局签发[原文] 75%贷款担保的条件之一。贷款最终获得了批准。
>
> 埃尔尤法利是将穆斯塔法和库德比介绍给BLX公司的引荐人，在BLX公司和穆斯塔法、库德比贷款操作中充当中间人角色。

起诉书指出12.95万美元的“股权注资”并没有注入。

> 15万美元的贷款原定应该支付给空气污染控制处施工管理公司的工程费用也没有支付，相反，15万美元贷款的支付支票存入了库德比姐夫的账户，从中取出的2.5万美元现金存入了埃尔尤法利及其妻子的账户。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2005年9月1日，贷款违约，小企业管理局赔付了其担保的75%的贷款份额以及约定的利息，共支付了798 186.18美元[履行了其担保]。

2006年6月13日，同一联邦大陪审团发出了起诉弗拉基米尔·米泽尼、哈利纳·米泽尼和阿卜杜拉·埃尔尤法利共4项罪名的起诉书。起诉书涉及瑞安石油中心欺诈和埃尔尤法利的姐夫阿米尔·法兰，正如第19章所述，法兰是一名福特汽车公司的工程师，值得注意的是，法兰没有被起诉。

起诉书的指控与上一份起诉书有许多相同之处，130万美元贷款中24万美元的股权注资并没有被注入，提供了伪造的文件，小企业管理局赔付了1 039 260.01美元。小企业管理局网站的消息称："逮捕令已发出，所有3名被告在逃，据信，财产共有人和他的妻子已逃往澳大利亚，贷款经纪人已经逃回其祖国卡塔尔。"

又是在2006年6月13日，联邦大陪审团发出了5项罪名的起诉书，控告罗曼·诺维彻斯基、弗拉基米尔·米泽尼和埃尔尤法利，这份起诉书涉及王宫一站式商店。据起诉书称：

> 虽然贷款的目的一开始就很明确，米泽尼、诺维彻斯基将共同拥有一个加油站，但米泽尼没有列入王宫一站式商店有限责任公司的成员名单，他的名字也没有在任何贷款文件中出现，因为米泽尼已拥有一家小企业管理局担保贷款的加油站，他没有资格获得另一项小企业管理局担保贷款。

起诉书还指控诺维彻斯基的虚假声明，声明说他是一个美国公民，1990～1994年曾管理过一家壳牌加油站，他声称有43万美元的现金和存款，但这一切都是假的。同样，25万美元股权注资并没有注入，而是提供伪造文件进行欺诈。2002年11月6日，小企业管理局为王宫一站式商店支付了100万美元以上的担保赔款。

还是在2006年6月13日，联邦大陪审团因3项罪名起诉了法拉马兹·扎瑞尔和达尔尤士·扎瑞尔，这份起诉书涉及D&F石油公司，这是一项与伊迈德·底比斯相关的贷款，我在第19章已经讨论了底比斯违约的几笔贷款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法拉马兹·扎瑞尔经营的帕尔斯石油公司陷入了财务困境，他不是美国公民，所以他叫来他的弟弟达尔尤士帮助他，通过BLX公司获得小企业管理局的欺诈贷款。达尔尤士“购买”了他哥哥的加油站，并非真正的购买，只是给他哥哥一些钱来偿还现有债务，注入股本的24万美元的支票也从来就没有兑现。2003年11月18日贷款违约，小企业管理局支付了超过70万美元的赔款。值得注意的是，底比斯并没有被起诉。

卡鲁瑟斯给美国检察官办公室打了电话，了解到这些调查正在按照他们的工作程序进行，更令人惊讶的是，他得知在2006年11月，美国检察官办公室在密歇根州开展的调查并非出自我们的努力，也不是来自司法部、小企业管理局或美国证券交易委员会的情报，实际上是因为美国国土安全部的发现，一些背景可疑的非美国公民通过BLX公司在底特律得到了小企业管理局的贷款，这才引发了美国检察官办公室的调查，因而发现了大量的BLX公司欺诈行为。

卡鲁瑟斯发现，第一批案件起诉于2005年10月5日，胡塞姆·费克豪瑞因提供虚假声明首先被起诉。他在声明中称他没有被起诉、逮捕或定过罪，也不在缓刑期中，没有任何犯罪行为，哪怕是轻微的机动车违章，但实际上，他已被判处策划运输和销售被盗机动车辆罪，正在缓刑期中。同一天，沙里夫·埃法斯因提供虚假的公民身份证明被起诉。

■ ■ ■

据卡鲁瑟斯了解，美国检察官办公室通过这些案件深入调查，还发现大量针对小企业管理局的欺诈行为。虽然我们对这些事态发展很兴奋，但令人感到难堪的是，我们在2003年已经告诉过小企业管理局一些相同的案情，但它没有什么反应。该机构对正在被骗表现得毫无兴趣，因为它知道它也是问题的一部分。它是出于政治目的不顾问题地发放贷款，才没有兴趣纠正问题，或资金不足难以检查，还是已被BLX公司控制？或许以上两者都是。小企业管理局对纳税人过去被诈骗、现在正在被诈骗和将来还可能会被诈骗的行为毫不关注，一切诈骗都在它的名下发生——没有比这更耸人听闻的了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第29章

指控和供认

2007年1月10日，《美联社》报道，19位底特律地区的居民因涉嫌诈骗小企业管理局近7700万美元而面临联邦指控。

联邦检察官指控BLX公司“前”副总裁帕特里克·哈林顿“夸大或虚报贷款申请人的财务能力、伪造业务收入、收买证人以及对陪审团说谎”。起诉书指出，违约已经造成纳税人支出超过2800万美元。报道中还提到，此前还有6份对密歇根州居民的起诉，其中3人等待判刑，3人在逃。

起诉书的日期是2006年12月14日，但直到2007年1月9日才得到批准。起诉书显示，自1998年9月23日起，哈林顿就是联合资本SBLC公司的主要负责人之一。联合资本收购BLC金融公司后，哈林顿担任BLX公司执行副总裁直到2006年9月。2006年8月1日，BLX公司关闭其在密歇根州特洛伊的办事处。

起诉书称：

> 一般来说，诈骗贷款涉及大约5个人，或5个团伙（以下统称为“经纪人”），他们策划购买、转售加油站（或加油站/便利店），有些情况下是合伙商店、餐厅或小旅馆。经纪人收集（有时购买）以上财产供出售，然后由另外一个人以夸大的价格“购买”该财产，使用BLX公司的小企业管理局担保贷款。
>
> 有时候，买方可能真正打算拥有和经营产业，但多数时候买方是个“托儿”，既不打算经营产业也不打算偿还贷款，被经纪人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

花钱（或承诺花钱）雇用充当买方。经纪人从夸大的财产价格中获利，哈林顿则从BLX公司的报酬中获利，其中部分基于他所发起的贷款额度。

起诉书描述了贷款诈骗中各种虚假陈述、伪造文件，哈林顿说服其他证人对调查人员撒谎的努力，以及2005年10月6日哈林顿本人对陪审团的谎言。它还列举了一些其他贷款，其中包括克罗尔和布里克曼的几笔贷款和我们已经转交监管机构的贷款。

起诉书附了一份小企业管理局总监察办公室高级特别代理斯坦利·查普的证词。查普说他是“总监察办公室中几个与美国特工处合作的特别代理之一，现正在调查BLX公司发放并获得小企业管理局担保的大量欺诈贷款”。

查普作证，他“参加了多次对哈林顿的询问；哈林顿也承认，大约在2000年到2006年7月之间，他和在他领导下的其他BLX公司员工组织并发放了约96笔小企业管理局担保的贷款，明知小企业借款人的财务和其他主要指标被以欺诈手段夸大或误报，所谓令人满意的注资是虚假的，报告也存在欺诈行为，目的是虚构借款人的能力以骗取贷款”。

■ ■ ■

随着事件终于在公共领域被其他媒体报道，联合资本立即开始编造谎言。它发表的谈话要点中出现了许多分析师的研究报告，基本与事实不符，即“谈话要点”存在虚假和误导。首份报告来自美林证券，美林曾调整过联合资本的分析师，由肯·布鲁斯取代迈克尔·伯吉斯，布鲁斯对联合资本似乎比伯吉斯更客观。他在起诉后的报告中实事求是地说，针对联合资本的批评似乎是正确的。他写道：“现在感到在联合资本上做空可能是有效的，因为很多做空的论点现在看来是有效的。”（他后来告诉我，他是在联合资本听到的这句话。）可是，他接着写道：“鉴于起诉书只是涉及一个自行其是的雇员，现在质疑BLX公司所有贷款的做法以及降低对公司的评价似乎为时尚早。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他分析师在表面上也和联合资本发表的管理层谈话要点保持一致。基夫合伙人公司的分析师写道："管理层已经注意到这种状况（优先贷款人）只是出现在一个居住区（美国大约有70个居住区），因为底特律仅仅是这些居住区中的一个办事处，这还不足为虑。"

美洲银行认为，股票价格疲软是看好这只股票的原因。"我们相信市场对过去两年里的调查发现做出了过度反应，最新的进展表明，这是联合资本的140家投资组合公司中一个腐败雇员所为。"

摩根士丹利反复强调："在我们看来，BLX公司的问题似乎是孤立的一个办事处的问题，不太可能涉及BLX公司的其他部门或联合投资的其他投资组合中的公司。"

飞力公司说："虽然这项调查自今年夏季以来一直在进行（并讨论了联合资本的10-Q报告），实际的起诉书在周二解密。2006年8月BLX公司的问题办事处被关闭，2006年9月被调查的雇员已经解雇，该公司这一事件已经纳入BLX公司估价，随后在三季度下降了3400万美元。"

爱德华兹也看好这只股票："BLX公司已在大约6个月前注意到了欺诈活动，并选择解雇哈林顿先生，关闭了底特律办事处。"

令我感到有趣的分析出自花旗集团："……我们认为，最近的下跌是市场过度反应，即使在最坏的情况下被关闭，BLX公司仍然是有价值的。"但我不认为BLX公司如果被关闭还有多少价值可言，事实上，更值得考虑的问题是，联合资本应该进一步承担多少责任？

这些分析师的意见来自联合资本管理层。根据联合资本的说法，BLX公司听到无赖雇员的消息后，它迅速、果断、负责任地解雇了哈林顿和关闭了办事处。一旦得知信息，联合资本也在每季度给美国证券交易委员会的报告中充分地披露了这一情况。这是一个无赖雇员从事不当行为的个案，BLX公司其他部门不存在类似情况。事实上，BLX公司其实是哈林顿欺诈行为的受害者。无论如何，BLX公司只是包含140项投资的投资组合中的一项投资，任何损失风险暴露相对于联合资本都是微不足道的。

当然，这种杜撰几乎没有什么真实可言，联合资本并没有充分披露所发生的事件。当它在2006年9月的10-Q报告中披露的小企业管理局总监察办公室和美国司法部调查底特律办事处深陷不当行为时（2006年8月1日BLX

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司关闭底特律办事处，正好是联合资本提交第二季度10-Q报告的8天前，报告中没有提及有关这些事态的任何发展），联合资本并没有透露，它已解雇了哈林顿，或者它已关闭了底特律办事处。直到美国司法部解密哈林顿的起诉书，联合资本才承认这一事实。在其雇员提供证词后，联合资本和BLX公司最迟于2005年10月就由东部的密歇根州得知美国司法部正在调查底特律办事处，但整整一年内它没有做出任何披露。

此外，在联合资本宣布其2006年第二季度收入而举行的电话会议上，沃尔顿强调说，联合资本与法律和调查有关的收入很少。从杰姆皮证券来到联合资本的唐·迪斯特诺问道："是否激进的分析师可以认为，你的意思是这件事（调查）即将结束，并没有太大的冲击？" 沃尔顿回答说："希望如此，你知道，现在明显安静多了。"他是在BLX公司关闭底特律办事处的一天后说的这番话。

当然，我们知道欺诈行为在BLX公司十分广泛，不只是一个员工、一个办公室。2007年1月13日《纽约时报》刊登的朱莉·克雷斯韦尔的文章说，小企业管理局也知道这一点。文章还说：

> 根据调查中几个人提供的情况，联邦调查人员正在其他地区寻找BLX公司所发放的贷款。
>
> 通常为小企业贷款提供75%担保的联邦小企业管理局正在考虑暂停BLX公司推荐的贷款，等待调查的结果。这些人说，这将意味着BLX公司的每一笔贷款必须由专门的机构审核。
>
> 小企业管理局这个星期还暂停了BLX公司向二级市场大型机构投资者卖出贷款的资质。有人说，这可能会影响其贷款发放能力，该单位仍然可以组织贷款，但它只能一直持有所发放的贷款，这在该公司历史上前所未有。

我告诉《纽约时报》："联合资本意识到哈林顿先生的不当行为已有5年了，在其他地区发现更多类似的欺诈性贷款也不会很难。"《纽约时报》的文章继续写道：

> 根据调查参与人的消息，小企业管理局对贷款人有1～5级的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内部评级。大约1年前，该局将BLX公司的评级调到最低评级，这将使它在贷款迟付增加、违约率上升的基础上，继续保留在优先贷款人计划中。

文章指出，由维拉兹奎兹曾收到BLX公司首席执行官塔纳豪斯特和其他联合资本高管的大量捐助，见第26章）领导的小企业委员会对密歇根州的贷款，也可能对其他州的贷款开始了自己的调查。维拉兹奎兹的女发言人凯特·戴维斯说："该委员会将调查小企业管理局的参与程度以及有关机构没有发现欺诈的原因。"据报道，小企业管理局计划重新审查超过5年的贷款，如果发现其他欺诈案件，可能将要求还款。

"他（哈林顿）说，他确实犯了一个错误，但还不至于到政府起诉的程度。"哈林顿的律师在文章中写道。

现在为BLX公司工作的兰尼·戴维斯告诉《纽约时报》："这是一家优秀的公司，有优秀的员工，我认为，最后的一切将证明这一点。"

没有一个华尔街分析师对《纽约时报》的文章做出有意义的评论，这篇文章谈到的问题比分析师和联合资本所承认的更为严重。我问美洲银行分析师罗伯特·拉科希尔，为什么华尔街没有回应？他在电子邮件中回复道："《纽约时报》的文章缺乏著名的消息来源，各个感兴趣的机构不愿意因支持您的观点而被记录在案，因此，那篇文章并不比投机、谣言和含沙射影好多少，这不同于从合理的信息中生成的建设性意见。"

联合资本以发表的一份新闻稿回应《纽约时报》的文章：

联合资本充分理解BLX公司与小企业管理局对这一问题的通力合作，特别是理解BLX公司正在配合小企业管理局的工作，以便在小企业管理局7（a）计划中可以继续保留优先贷款人地位，并保留进入二级市场（可以卖出担保贷款的地方）卖出贷款的能力。联合资本预计BLX公司将在未来的计划中遵守各项条款。联合资本支持BLX公司对小企业管理局做出的任何财务承诺，以防止因欺诈行为而产生的任何损失。

该新闻稿还介绍了联合资本和BLX公司的财务关系。"联合资本对BLX

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的投资在2006年9月30日的总值是2.849亿美元，占联合资本资产的6.2%。联合资本对BLX公司的投资是股本投资。与该投资相对应的是，2006年9月30日BLX公司的账面净值为1.9亿美元。2006年12月31日，BLX公司在其信用额度下未偿还的借款为3.22亿美元，BLX公司的资产估计约6亿美元，足以支持信用额度下的借款。”

实际上，联合资本的风险暴露要大得多，加上联合资本担保的BLX公司的债务，它承诺的已经超过5亿美元。此外，联合资本现在还答应直接偿还小企业管理局的贷款，承受了其他BLX公司欺诈行为的受害者带来更多的法律风险暴露。新闻稿还谈道：“BLX公司在剩余利息和服务性资产上拥有大量的现金流，2006年度在这两项上已经收到大约1亿美元的现金。”显然，这些现金流还是不足以让BLX公司停止增加银行借款。

联合资本的新闻稿进一步杜撰道：

> 如果预定偿还贷款的款项能够按照贷款协议收到，而没有未来损失或预付款，随着时间的推移，BLX公司未来的现金流将超过10亿美元。

这是对BLX公司的财务状况的严重误导。当然，预付款和违约已经既成事实，未来现金流不可能如预期的那样达到或者稍微接近10亿美元。事实上，如果BLX公司不能在二级市场卖出新的贷款，它发放新贷款的能力极为有限。没有新的贷款意味着BLX公司将要关门。

■ ■ ■

市场一直将信用评级机构置于特殊的地位，因为它们在评估时允许查阅内部的机密信息。惠誉国际评级公司发出了警报解除的信号：“围绕起诉书的新闻表明存在不正当行为的可能仅限于BLX公司的底特律办事处。让惠誉感到安心的是BLX公司具有健全的业务模式，近27亿美元的贷款中大多数是有效资产。”

惠誉的报告发布不久，马克·罗伯茨从《远离华尔街》发给我一封电

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子邮件：“我曾与在彭博新闻社撰写过联合资本评级的惠誉金融分析师麦格汉·克罗威谈过，并告诉她，如果她能掌握更多的真实情况，她可能会得出不同的结论。当我告诉她我可以提供这方面的信息时，她说她不感兴趣。我告诉她，如果她是致力于寻求真相的话，我对她的反应很吃惊，但她仍不为所动，我还能怎么说呢？”

詹姆斯·林给她打电话，也证实了她的评级是基于联合资本披露的信息、文件以及新闻稿，她只是按照上述信息的表面理解评估等级。

我们决定向联合资本的董事会反映此事，2007年1月22日我们写了一封长达10页的信，并同时披露给有关媒体。我提醒董事们注意2005年我写的那封信，当时我就向他们提醒过BLX公司的欺诈行为，我在信中建议董事会“撤换在BLX公司和联合资本引起欺诈扩大的现任管理团队”和“制止现任管理层继续不诚实的企业文化”。我希望新的管理层能带来全新的局面，只要不想被人指责陷入道德过失或账目滥用，我相信任何新到联合资本的管理层都马上会发现更大的问题。

我告诉董事会哈林顿被起诉不是孤立的无赖雇员的个体行为事件，可以确定BLX公司在其他17个州也有欺诈贷款。我详细介绍了来自联合资本披露信息、法律和政府记录的表明BLX公司欺诈的确凿证据，包括原来联合资本成立BLX公司时发放的停车场贷款协议。联合资本至少在2002年霍利为她的洗车场贷款作证时就知道哈林顿的所有不当行为，因为作证时联合资本的律师也在场。

哈林顿的起诉书和相关起诉恰好在法官要求我们向BLX公司送交捕虾船假索赔案传票的最后期限前到达，所以我们在信中还向董事会说明了该案件的情况，介绍了其他欺诈小企业管理局的行为、马休·麦克吉和比尔·罗素农业部欺诈事件，提供了我们汇总的小企业管理局和农业部的违约数据。

然后，我们指出管理层对最近发生事件的回应是不诚实的。总之，我们戳穿了一系列的谎言：BLX公司最近才得知欺诈行为，欺诈仅限于一名无赖雇员，联合资本的风险仅限于BLX公司的投资，BLX公司资金雄厚，管理层迅速采取行动并充分披露了事件。“每次有新发现的欺诈行为……接下来就是联合资本管理层不断地否认和董事会装聋作哑、保持沉默。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我写道。

当晚，联合资本通过一份新闻稿进行了回应，说我的信是“长期企图操纵联合资本股票价格的又一例证”。该公司还表示我的信有许多不确切之处，当然并没有透露具体何处不确切。“虽然艾因霍恩先生在过去五年里忙着不断攻击联合资本，但联合资本的董事会和管理层一直致力于为股东创造价值，致力于公司的发展。”在新闻稿中，该公司隐晦地威胁将要起诉我们。

一位朋友开玩笑地说：“我的股票上涨了，因此我不是骗子。”

■ ■ ■

1月22日，我给董事会写的信被报道后，该公司股价下跌了2美元，收于每股28美元。第二天早上，每股又下跌了1.50美元，但当联合资本发布将逐点回应我的信的消息后，股价出现回升。和哈林顿被起诉后分析报告的狂轰滥炸相反，这次几乎所有的分析家对我的信和联合资本的含糊回应都保持沉默，看来好像他们在等待联合资本告诉他们该怎么说。

杰弗里斯公司的瑞克·谢恩是少数没有为联合资本辩护的分析师之一，在我的信发表的第二天，他写道：“虽然我们的一些竞争对手认为最近股票的下跌是有吸引力的买入点，我们仍然持审慎态度。对BLX公司员工的起诉看来会引发内部和外部的问题，作为局外人，我们难以预测这些问题的后果，并认为此时根据评估推荐联合资本的股票忽视了风险的增加。”

另一方面，爱德华兹的分析师特洛伊·沃德却不以为然：“虽然艾因霍恩先生对BLX公司否定的意见似乎与哈林顿欺诈起诉是一致的，但在我们看来，这并不能证明他后面的假设：BLX公司存在‘广泛’的贷款担保问题。我们并不认为BLX公司在底特律办事处的欺诈必然地证明BLX公司的贷款标准低于平均水平。”沃德说：“我们很难相信，如果BLX公司到处存在严重的舞弊现象，毕马威和其他第三方评估公司会批准使用BLX公司的评估方法。”

两个星期后，我听说联合资本对我的信件逐点回应的计划被“推迟”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了，联合资本的律师们不会同意发表这种回应，因为这可能会得罪他们正努力迎合的监管机构。

2007年1月25日，卡罗尔·雷蒙德在《道琼斯新闻》上报道："BLX公司已同意不在二级市场上卖出贷款，此举可能妨碍其今后发放贷款的能力。小企业管理局的发言人称，在该局规定的条件满足前，BLX公司'自愿暂停'在二级市场上卖出贷款。"

出于某种原因，我没有看到这篇报道得到其他任何新闻媒体的回应，没有分析师评论此事的最新进展，联合资本也没有发布新闻稿回应此负面消息。

有趣的是，雷蒙德的报道中还包括了小企业管理局对底特律调查进展的观点：

> 小企业管理局称：早在2002年，在底特律的工作人员就向总监察办公室报告了BLX公司贷款组合中可疑的违规行为，总监察领导的多年调查最终导致2007年1月9日公布的起诉。小企业管理局的贷款监控系统也向该局和BLX公司提示过高违约率的异常信号。

根据《纽约时报》2007年1月13日的报道，众议院小企业委员会"将调查小企业管理局的参与程度以及有关机构没有发现欺诈的原因"。我请绿光资本的律师通过艾金·岗普律师事务所联络女主席维拉兹奎兹的工作人员，以便提供我们的帮助使他们了解所发生的事情。2007年1月26日，我们的律师会见了她的三名工作人员，其中包括她的秘书长迈克尔·迪，他们面无表情、开放地接收所有信息，但对寻找真相不感兴趣，很明显他们反应缓慢，毕竟维拉兹奎兹好像不打算深究到底。我对此毫不奇怪，因为我知道维拉兹奎兹接受过来自BLX公司首席执行官塔纳豪斯特及其家人、其他联合资本的执行官们包括斯维妮的捐款。

■ ■ ■

2007年2月6日，就在我离开家乘火车前，我在电脑上快速浏览了关于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绿光投资组合的消息，上午7:03，联合资本发表了一份题为《联合资本对最近事件的评论》的新闻稿，我猜想这可能是他们的逐点回应。

结果相反，尽管新闻稿令人难以置信，但似乎表明他们不仅偷窃了我的家庭电话记录，还有绿光资本的电话记录。新闻稿如下：

> 联合资本公司今天宣布，2006年12月底本公司收到了美国联邦检察官办公室的传票，要求回答哥伦比亚特区的质询，其中有一项涉及联合资本或其代理人雇用私人侦探的调查记录。根据我方辩护律师的建议，董事会已成立了一个专门的委员会重新调查此事。
>
> 在收集资料回应传票的过程中，联合资本发现本公司委托的一个代理人获得了据说是大卫·艾因霍恩的电话记录和2005年一段时间绿光资本的记录。
>
> 同样，在联合资本收集资料回应传票时，有指控说获取这些记录事先经过联合资本管理层的授权，事后还向管理层汇报过。联合资本管理层声明，这些指控与事实不符。
>
> 联合资本正在全力配合美国联邦检察官办公室的调查，在调查结束前将不再做任何评论。

几乎是精心安排，一个半小时后联合资本发出了第二份新闻稿，宣布该季度公司分红提高1美分。

我从不知道，联合资本还获得过绿光资本的电话记录或至少“据说是”一些记录。新闻稿还表示董事会成立了一个委员会来调查此事，真是有趣，联合资本回答我给董事会的信件时就说，它已经调查过但什么都没有发现，看来要让他们承认此事，证据必须非常确凿，当然，发布的新闻稿并不是这么说的。是谁提出的指控？据推测，要么是联合资本的内部人士，要么是得到记录的“代理人”，到底联合资本是以企业的身份否认管理层知道此事，还是仅仅管理层否认，而公司保持沉默？我认为是后者，新闻稿却认为是前者。如果斯维妮毫不知情，那她为什么在2005年竭力回避格林伯格的询问呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“五年后，联合资本终于承认了它的一小部分机构存在猖獗的不当行为。”当天我对记者说：“证据始终清楚地摆在那里，董事会简直是忘记了受股东委托适当监管公司的责任。”

第二天，绿光资本公布了一份较长的声明，在简要回顾联合资本一直忽视我的信件以及沃尔顿在最近一次电话会议上对我的猛烈抨击后，我在声明中说：“现在联合资本已经承认其代理人假借公司名义获取了我个人的电话记录，以及一位长期担任BLX公司的高级管理人员因我曾提醒董事会的欺诈而被起诉，现在到了联合资本停止置我的提醒于不顾以及对我人身攻击的时候了。”

“但是联合资本继续我行我素，不到迫不得已，他们什么都不承认，直到BLX公司的执行官被起诉才承认贷款存在问题，直至被联邦检察官传唤才承认所谓代理人假借公司名义问题”。我再次呼吁罢免管理层。

我们接到《华盛顿邮报》商务专栏记者斯蒂芬·波尔斯坦的电话，简单了解一下他的历史观点就知道他不喜欢对冲基金，例如2005年他在专栏中总结了一些对冲基金欺诈的报道，得出了如下结论：

> 并非只有少数害群之马，而是整个行业已经变得如此富有和傲慢，到处是骗子和诈骗高手，因此政府必须采取措施来保护公众的利益。

波尔斯坦想与我当面讨论关于联合资本的事，我决定让埃布尔奈西的史蒂夫·布鲁斯给他回电话。据布鲁斯说，波尔斯坦指责我们利用内幕信息做交易，布鲁斯问他是否知道绿光资本何时做内部交易，他说不知道，布鲁斯反问道：“那么，你凭什么指责它们从事内幕交易？”

接着波尔斯坦抱怨说，我给董事会的信中有很多信息并非来自联合资本的10-K报表，布鲁斯表示所有的信息都来自联合资本公开披露的信息、新闻报道、法律文件、政府网站和我们根据“信息自由法”开展的调查。波尔斯坦认为这显然不公平，专业投资者做深入调查所使用的时间和资源是个人投资者不具备的。

我们已经做好了必定被攻击的准备，果然，2007年2月9日《华盛顿邮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报》刊登了波尔斯坦的专栏文章，标题为《一场难看的相互殴斗》。

经过五年令人厌倦的指责和谩骂、诉讼和调查之后，在严重分歧、长期对峙的对冲基金经理艾因霍恩和联合资本之间已经很难分辨谁是好人。

艾因霍恩可以说是华尔街的“朋克”——强硬、聪明、自大。在他发起的以诋毁联合资本使其股票下跌的活动中，他做错了几件事。例如，指控该公司夸大账面上一些投资的价值，严重夸大了公司的其他问题，而该公司一直获得可观的盈利并支付了高额的红利。艾因霍恩在联合资本股票下跌上下的大赌注看来给绿光资本的投资者带来的是损失。

但是，即使“朋克”也有正确的时候，从2002年艾因霍恩指控联合资本投资组合中的一个公司存在欺诈贷款开始，事情有了转机，从那时起，前贷款管理人员被起诉，所在的办事处被关闭，贷款损失的增加使小企业管理局加强了对该公司的贷款监管。

艾因霍恩对联合资本雇用私人侦探以不当方式获取其电话记录的指控也是正确的，联合资本本周承认了此事，而且很可能获取的不只是艾因霍恩一个人的电话记录。对联合资本这家在华盛顿从事中小企业贷款和投资的机构来说，这些披露不只是巨大的困扰，受到质疑的还有董事长兼首席执行官比尔·沃尔顿和其他董事们的判断及能力，高薪聘请的法律团队关于回应艾因霍恩和其他卖空者给管理层的建议。在争斗开始时，联合资本花费太多的时间和精力质疑提出批评的动机，很少探究艾因霍恩所指控的实质内容。公司高管们的回应要么是一味回避，要么是含混不清。

对我来说关键是，本周惠普公司同样承认艾因霍恩的电话记录曾经被盗。2005年这种指控首次提出时，联合资本董事会的审计委员会答复说，管理层和外聘律师对指控的调查发现没有此事，并请艾因霍恩如果有更具体的信息时，再给公司写信。这是公司高管和律师们通常拒绝那些无处不在的举报人的标准回复。

事实上，艾因霍恩在信中对“假冒”问题已经给出很多细节，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

包括有人以他妻子的名义开了一个网上账户，并告诉电话公司将他们家庭电话单据的副本发给那个假冒的账户。任何称职的首席执行官或公司律师对待此事的正确做法应该是，立即开展一次彻底调查，对公司是否布置过此类调查或收到过此类信息查个水落石出。不幸的是，在收到了美国司法部传票前的两年间，他们没有彻底调查过。

尽管姗姗来迟，但是现在联合资本董事会已经成立了一个“特别委员会”，任用了新的律师进行重新调查。而另一方面，联合资本仍然三缄其口，拒绝透露委员会成员或新律师的身份，甚至在调查开始前，一再声称管理层没有做错任何事，董事会还将新的调查范围严格局限在迄今已发现的那份电话记录上。

远远不够而且为时已晚——可想而知，这种吝啬的回应来自一群长期身居高位（平均任职11年）、过分担心自己的声誉和法律责任的高管们。该公司恢复股东和监管机构信心的唯一方法是：撤销沃尔顿董事长兼首席执行官的职务，重新在外部董事中选举新的审计委员会，解雇所有关于艾因霍恩回应团队中的外聘律师和关键人员。

至于艾因霍恩，证券交易委员会和国会应严格审查其针对联合资本的行动，并考虑如何控制对冲基金对金融市场和经济的不利影响。（《华盛顿邮报》2007年授权再版）

我不喜欢被称为“自大”和“朋克”，更令人恼火的是，我发现成功揭露BLX公司欺诈可能导致对冲基金更严厉的监管。也许波尔斯坦确实无法抑制对对冲基金的反感，但这并不重要，他毕竟是五年内首位在媒体上真正说我对联合资本所为是正确的记者，而且他是在联合资本当地的报纸上报道的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第30章 迟来的一局

2007年2月19日，我接到一位联合资本股东的电话，多年来，我和他一直以民间的方式讨论联合资本的问题，这位股东刚刚和联合资本首席运营官斯维妮谈过话，并希望与我共同分享。

他说，联合资本真的快疯了，我们之间的争斗已持续了五年，他们已经厌倦了。管理层和董事会依然“固执己见”，斯维妮说我1月份给董事会的信是“严重误导”和“极其不准确的”，当他追问细节时，斯维妮承认信中的一切“在技术上是正确的”，只是含糊其辞地说信中的结论不正确，也没有包括“所有的事实”，在被要求明确未被包括的事实时，斯维妮断然拒绝，说没有必要“以牙还牙”。

斯维妮告诉他，BLX公司已经“不需要小企业管理局的7（a）计划”，损失远远不到哈林顿起诉书所说的7000万美元。她说盗窃我电话记录的私人侦探是联合资本直接雇用的，而不是通过代理人。不过，董事会特别委员会的调查仅限于“假冒”问题，因为“我们没必要用调查来驳斥”绿光资本公司写给董事会的公开信”。她不愿评论联合资本是否还获取了其他人的记录，但声称“假冒”在当时并没有违反《隐私法》中一条比较偏僻的司法解释。

斯维妮还告诉那位股东，小企业管理局总监察在密歇根州曾“与艾因霍恩有过私下接触”，证据是“还有谁听说小企业管理局要召开新闻发布会并宣布贷款欺诈呢？”这真是太可笑了——我从来没有和总监察见过面或谈过话，事实上，我甚至不知道他的名字，斯维妮还说管理层没有人会辞职。我现在已经习

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

惯了联合资本荒唐可笑的声明，简单地向那位股东致谢后，我继续处理下一件事，我相信那位股东现在已经成了前股东。

■ ■ ■

1998年，绿光资本投资了维尔京群岛电话公司的母公司，其控股股东杰弗里·普罗瑟将公司进行了私营化，但我们认为公司私营化的价格对包括绿光资本在内的少数股东是不公平的，因此，我们向该公司注册地特拉华州的法庭起诉。

2003年，特拉华州法院裁定该公司的公允价值应该是普罗瑟所支付价格的近4倍以上，法院还认定普罗瑟和其他一些人涉嫌合伙欺诈和滥用股东交给的权力做交易。好消息是法院裁定绿光资本获得超过1亿美元的赔偿，坏消息是经过几年的谈判，普罗瑟没有支付赔偿，2006年他和他的公司申请了破产保护。

兰尼·戴维斯现在受雇于普罗瑟。普罗瑟与他公司的主要银行农村电话金融信用社之间有一个纠纷，据普罗瑟声称，农村电话金融信用社干扰了他挽救公司的努力，普罗瑟向美国维尔京群岛破产法庭起诉了农村电话金融信用社，而指控农村电话金融信用社的关键证人，不是别人，正是戴维斯本人。作为破产程序之一，我们可以在2007年2月1日听取戴维斯的证词，这给了我们在法庭誓词下向他质询联合资本的机会——我们当然不容错过。

我们的律师：“你曾经说过艾因霍恩先生为了他个人的利益传播一些虚假和误导的信息，是吗？”

戴维斯：“我记不清楚了。”

我们的律师：“你还记得曾告诉路透社记者下面的话吗？‘每一项指控毫无例外出自那些做空者’，指的是艾因霍恩先生，‘这些指控都是假的，我们可以在许多情况下证明他是明知虚假。’”

戴维斯（重新看过文章后）：“我指的是艾因霍恩先生针对联合资本和BLX公司的指控是虚假的，在许多情况下，我相信我们可以证明他们是明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知虚假。”

我们的律师：“你至今都能证明那些指控是虚假的吗？”

戴维斯：“我从不回避和艾因霍恩先生对簿公堂。”

我们的律师：“你有没有对外提供过任何资料，以证明那些指控是虚假的？”

戴维斯：“我曾给谁提供过资料吗？”

我们的律师：“比如给美国证券交易委员会。”

戴维斯：“没有。”

戴维斯当然没有给过，我们的律师接着问他是否看过2002年我在The Street.com上写的批评联合资本对待BLX公司的文章？戴维斯答不记得是否看过。如果他说的是实话，又如何向监管部门解释，还没有看过我写什么，就在电视上讨论我的弥天大谎？

戴维斯随后被问到2002年我们在我们网站上发布的分析报告，他依稀记得浏览过，但没有“记住具体的报告”。

我们的律师：“你是否还记得分析报告上曾指责你说的‘每一项指控毫无例外出自那些做空者，这些指控都是假的，我们可以在许多情况下证明他是明知虚假。’”

戴维斯：“我不记得是否有这个报告，但我还记得当艾因霍恩先生提出指控后，我们检查过所有的证据，调查过公司所有涉及的人员，结果表明艾因霍恩先生的指控基于一些被夸大的评价，即他的指控是假的，而且我相信他看过我们说明指控不实的全套资料，但他继续重复指控，这就是为什么我用‘明知虚假’这个词。”

顺便说一句，当普罗瑟要举证对农村电话金融信用社的起诉时，他的关键证人戴维斯并没有提出支持他的证据，最终普罗瑟撤回了起诉，法官对此很不高兴。

■ ■ ■

2007年2月28日，联合资本发布了2006年年末经营报告，宣布将BLX公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的减记7400万美元，并将此项投资列为非盈利性投资。联合资本说BLX公司可能需要调整和重组，在当天的电话会议上，管理层说BLX公司现在从事的非小企业管理局贷款，需要一个担保贷款协议，而不是目前的非担保协议，因此，BLX公司正在寻找新的贷款银行。

与此同时，联合资本向BLX公司注资1200万美元（以帮助它“符合条件”保持现有信用额度），否则，管理层指出其负债净资产比率将低于最低限度，这听起来仿佛目前的银行已对BLX公司不满，即使联合资本担保了其一半的债务，更严重的是银行将不允许联合资本从BLX公司的投资中提取更多的管理费、利息、股息或分红。虽然经过减记，联合资本仍然确认BLX公司的价值将近6亿美元。

沃尔顿试图为BLX公司编织最美好的谎言：“我认为，2006年BLX公司的一个惊喜是它们能够从主营的小企业管理局业务转移到传统的房地产经营上，而且我认为这可能在未来非常有价值。”

过了一会儿，他又说：“但是我们认为小企业管理局业务已经达到了最低点，它将从此开始恢复，我们正在做大量的工作，并相信这项业务就要恢复了，问题不像描绘的那样严重，2006年业务盈利减少的原因是银行贷款竞争的加剧，但仍然是有利可图的，我们认为随着业务新形式的发展，它将重新获得很好的盈利。另外，我想保持现金流是一个好主意，而这项业务总是有良好的现金流。”

后来在电话会议上，管理层表示BLX公司的账面价值在1.8亿~1.9亿美元，以前联合资本曾披露过2004年年底BLX公司的账面价值是1.55亿美元，自那时起联合资本通过债转股和注资增加了约5900万美元的股本投资。经我估算，如果BLX公司破产，其账面价值约为2.15亿美元，即减少了2500万~3500万美元，这就是BLX公司自2004年年底以来推测的损失，考虑到BLX公司明显恶化的现状（我不相信BLX公司“仍然有利可图”）以及其法律和流动性困境，联合资本对BLX公司的估价远远超过了2002年6月的估价是毫无道理的——简直是荒唐可笑！

在联合资本召开的电话会议上，来自查尔斯私人财富管理公司的布拉德·戈尔丁问道：“我的下一个问题是，据我所知直到最近联合资本的高管一直在BLX公司的董事会任职，但现在我看到的情形不一样了，那么有什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么变化？你为什么要离职？这是什么时候发生的呢？"

沃尔顿回答说："BLX公司的董事会没有变，还是原样，而且我们相信对BLX公司的监督很有效，只在底特律发生了一些事情，仅此而已，而且我们继续认为BLX公司的经营非常健康，有较高的贷款标准和良好的内部控制，过去是，现在是，将来还是。底特律办事处虽然遇到了一些问题，但我们认为BLX公司在得知情况后已经采取了有效的行动。"

戈尔丁接着问："好吧，你能告诉我BLX公司的董事会中有谁是从联合资本来的吗？"

沃尔顿毫不退让："我们真的不能（我不愿意），我们也真的没有透露过所投资公司董事会的任何成员，而且我不认为现在可以开这种先例，好了，我们已经知道了。对不起，您的问题问完了吧？"

董事的变化大概发生在电话会议的1个月前，布里克曼在佛罗里达监管机构的文件中发现，2005年BLX公司的管理成员（相当于董事）包括沃尔顿和斯维妮，但在2006年备案中他们被"删除"了。2006年年初，联合资本对各种调查包括密歇根州的调查是心知肚明的，这是否表明沃尔顿和斯维妮看到有麻烦而想远离BLX公司？也许是这样，但管理层没有承认。

2007年3月6日，联合资本宣布BLX公司与小企业管理局达成了一项协议，BLX公司仍保留优先贷款人地位，在独立的第三方审核下，可以保留二级市场上卖出小企业管理局贷款的资格，BLX公司同意付给小企业管理局1000万美元，作为底特律一些欺诈贷款的赔偿，并增加1000万美元交第三方代管，以备支付未来可能发生的小企业管理局赔偿。

小企业管理局优先贷款人是无须事先经过审核的，如果现在要由小企业管理局批准的第三方审核BLX公司贷款，那还是优先贷款人吗？根据这项听起来好像有所保留的协议，BLX公司可以公开声称自己是优先贷款人，实际上已经不是了。

■ ■ ■

2007年3月2日，众议院能源和商业委员会的一位高级职员邀请我在即将举行的禁止电话假冒立法听证会上讲演。一个星期后，在国会专门小组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（包括政府官员和电信业游说代理人）前，我作为唯一的受害者发表我的意见，委员会主席在欢迎我的致辞中说："因为没有产生犯罪后果，假冒还不算犯罪，艾因霍恩先生，委员会感谢你来到这里，事实上我很抱歉，请你告诉我们这件事对你和家人有什么后果？"

我说："我要作证的是一家公司和其管理团队，在试图追求他们的生存空间时，他们肆无忌惮地行使权力，假冒是对隐私权的无耻侵犯，当一家大公司指示其代理间谍侵犯公民个人隐私，用恐吓来平息批评，它威胁的不仅仅是神圣的个人隐私，它威胁是我们认为理所当然自由的证券市场。"

我向国会讲述了联合资本的事：我的讲演；我注意到其财务和业务中的问题；对投资的估价；在小企业贷款方面诈骗小企业管理局和农业部政府，导致纳税人损失数亿美元。我还谈到联合资本不是查找自身的问题，而是对我进行个人攻击，盗窃我的电话记录。

我注意到联合资本和沃尔顿虽然开始否认盗窃我的记录，但最近该公司承认了盗窃将引出更多的问题：是谁得到了那些记录？他们还窃取过谁的记录？谁授权盗窃的？目的何在？他们如何利用盗窃的信息？这些代理人对批评者还收集了什么资料？

联合资本的披露中既没有道歉，也未做出任何解释。我在作证时继续说："在假冒丑闻后，惠普立即向受害者表示道歉，并承诺给被害人充分的解释。迄今为止，我未听到任何来自联合资本的信息，没人和我联系、道歉或解释到底是谁侵犯了我和家庭的隐私，联合资本尚未承认盗窃过别人的记录，当然它们并不否认，更不可想象的是联合资本管理层声称完全不知道此事。"

国会议员们对我的讲述似乎感到很震惊，他们随后提了几个问题，来自得克萨斯州的众议员迈克尔·伯吉斯在发问前首先对我说："虽然我向你道歉于事无补，但不管怎样我仍会这么做。"主席询问来自美国联邦贸易委员会的代表，是否正在调查联合资本的这些行为，代表答复说这种调查是不对外公开的，但该机构愿意向国会议员们提供一份秘密简报。主席约翰·丁格尔表示委员会将会一直等待联合资本的回应，但直到现在它也未给过任何回应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■■■

正像2002年我发表演讲后有一位前BLX公司员工给我打来电话一样，密歇根州的起诉书也引起两个前雇员与我联系。2007年4月12日，前BLX公司纽约办事处贷款“追索专家”史蒂夫·奥尔巴克给我打电话，他想和我在公共餐馆见面，而不是在我的办公室，我不知道他为什么要如此隐秘，但我仍然同意第二天与他在曼哈顿餐馆见面。

绿光资本的丹尼尔·罗伊特曼和詹姆斯·林陪着我见面，奥尔巴克也带来了蒂姆·威廉斯，威廉斯和奥尔巴克从2001年开始在BLX公司工作，其后的几个月，联合资本收购了BLC金融公司。威廉斯曾是BLX公司追索团队的领导人，奥尔巴克是其中的一员，为威廉斯工作，两人在2003年离开BLX公司。威廉斯是被BLX公司解雇的，奥尔巴克则是在BLX公司高级主管莱昂·鲁道夫告诉他塔纳豪斯特打算解雇他后选择离开的，鲁道夫说他不能阻止已是板上钉钉的事，但可以把他推荐给一位在英国银行的朋友，鲁道夫的朋友在“两分钟的面试”后立即以8万美元的年薪聘用了奥尔巴克，但三个星期后又突然没有任何明显理由地解雇了他。由于奥尔巴克已经从BLX公司辞职，而不是等待被解雇，所以他无权得到BLX公司终止劳动合同的任何补偿。

在过去的两年中，威廉斯和奥尔巴克一直为与我联系而争论，他们声称在最近读了哈林顿被起诉和我有关的新闻，以及在找工作中遇到困难后，他们决定和我谈谈，希望分享信息。他们曾向政府寻求过帮助，希望监管部门加强对BLX公司的调查，可不明白为什么总有人阻止他们，他们打算将所知道的一切告诉政府，这样不会给自己惹上麻烦，但他们也希望我们能了解所发生的事，并帮助他们获得豁免协议。他们还对塔纳豪斯特对待他们的方式表示强烈愤慨。

威廉斯告诉我们，他找过美国联邦调查局、美国证券交易委员会、美国司法部、小企业管理局以及总监察办公室，但不清楚这些会面后政府部门的调查进展到了什么程度，他告诉我们美国联邦调查局曾到他家里正式传唤过他。奥尔巴克只会见过小企业管理局的官员，但当时美国证券交易委员会的人也在场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些调查有的已变成收集信息，在有些事情上，威廉斯可能包括奥尔巴克也成了被调查的对象，威廉斯和奥尔巴克说他们没有做错任何事，并没有什么要隐瞒的，他们怎么能为那些贷款负责呢？毕竟他们并没有贷款审批委员会的投票权。

在他们看来，BLX公司和联合资本是同一家公司——当我们问他们时，他们说“BLX公司是联合资本的子公司”，但是他们在午餐中总是说“联合资本”，并不提“BLX公司”。威廉斯和奥尔巴克说刚看到哈林顿的起诉书时他们很惊讶，威廉斯表示他从来没有见过哈林顿，只在电话会议上打过电话，奥尔巴克则见过他，因为奥尔巴克的辖区包括密歇根州，哈林顿曾去机场迎接奥尔巴克，并开车把他送到各个追索地点。奥尔巴克形容哈林顿是一个真正扎扎实实、低调的人，是世上最好的职员之一，他谈到哈林顿如何“谈论《圣经》”，他根本没想到哈林顿会做那些被指控的事情。威廉斯和奥尔巴克都说，相对于其他底特律办事处的员工，哈林顿是个好人。

他们还讲到公司首席执行官塔纳豪斯特具有“拿破仑式的综合性格”，“信贷审批会议形同虚设”，奥尔巴克说没有人会不同意塔纳豪斯特的意见，塔纳豪斯特总在一开始说他如何欣赏借款方的经营、现金流和财务状况等，以及他认为无论有什么投机或糟糕的想法，BLX公司应该贷这笔款，他会绕着房间到处征求意见。奥尔巴克只记得莱昂·鲁道夫曾反对过塔纳豪斯特的意见，而且仅有一次。“除非真的是极其糟糕的业务，塔纳豪斯特一般都照准。”威廉斯告诉我们。

威廉斯看过一些绿光资本发现的问题贷款，他认为那些不是最严重的，“有些贷款简直让你感到很可笑。”奥尔巴克说。在BLX公司贷款时发放者拥有所有的权力和影响力，奥尔巴克告诉我们，“任何放款人都是上帝。”并不是所有的办公室都是这样，但许多办事处确实如此，放款人雇用自己的承销商，承销商比放款人和办公室管理人员的地位低，这使他们的处境比较微妙：如果他们拒绝发放贷款，将会损害老板的利益，从而不会有好下场。

尽管公司有一份核准的评估人名单，但放款团队都有自己禁止使用评估人的“黑名单”，这些评估人曾经在发放贷款时出具过“不利的评价”。如果不满意评估的价值，塔纳豪斯特会将评估文件摔到人们的面前，他常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因贷款、担保时抵押品价格与追索时价值差异巨大而指责追索团队，在他心里追索的估值是错误的，不能用于发放贷款时的评估。

威廉斯和奥尔巴克不理解为什么放款时的估价是如此之高，在许多情况下，放款时评估的资产和追索的资产也不一致，好比评估时是宾利跑车，追索时却发现是辆现代。如果放款时评估是100万美元，8个月后追索时只有30万美元，塔纳豪斯特就会很恼火，认为这是追索人员的错，其实很短的时间内贷款违约本身就表明当时的评估是有问题的。

然后他们告诉我们一些其他的贷款：有一笔比较荒唐的美国农业部贷款，大约400万美元在“什么都没有”的南卡罗来纳州乡村深处建一个“蝴蝶馆”；另一笔贷款是阿什本招待所，将酒店改造成出租房，结果贷款违约，业主收取了租金后，凌晨3点向住户门缝下塞了一份无法赎回抵押资产的通知书，告诉住户必须在上午离开，居民已经彻底废弃了这个地方。后来，威廉斯和房地产经纪人来查看此地时，发现一个房间里有一个写着“遗体”字样的箱子，另一个房间里有一条大响尾蛇。

他们说比尔·罗素石油公司的资产类似拍电影用的道具建筑，他们和大部分美国农业部审计人员的看法相同，认为那间价值3000美元小屋的评估费用甚至超过了资产价值，真是可笑。

他们还谈到了捕虾船贷款，告诉我们那是一个越南经纪人参与的贷款，BLX公司100万美元贷款买的捕虾船价值只有8万美元，贷款肯定会变成坏账，但BLX公司只想把船还给经纪人，再“寻找另一个越南人”发放新的100万美元贷款，BLX公司只想不停地发放贷款。奥尔巴克说BLX公司收取了8万美元的评估费，它已经意识到经纪人严重夸大了的抵押品价值，但只要能寻找到新的借款人申请贷款，BLX公司便不会发生损失。

环境是贷款问题的主要根源，奥尔巴克说，许多贷款在最初承贷时没有环境问题鉴定书，有的仅在1年之后追索贷款时才发现重大问题，在某些情况下收回贷款需要的费用会超过抵押品的剩余价值。例如，一笔加油站贷款，该站污染了附近居民使用的井水，修复费用为100万～200万美元，超过了75万美元的抵押品价值，BLX公司无法收回该加油站，因为这将使它们面临使用有毒井水居民的法律诉讼，相反BLX公司最终放弃了该财产。

威廉斯认为特别糟糕的是科罗拉多州的贷款，有一笔贷款的发放人理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查德·罗茨在贷款时还同时兼任借款人的首席财务官，BLX公司对此类明显违反公众利益事件的处理办法是正如它所披露的，借款人提起诉讼，BLX公司的高管飞往科罗拉多州解决问题。我后来查看了记录，布里克曼发现这笔900万美元的贷款可能由BLX公司转移到联合资本。

威廉斯也很好奇900万美元的实际去向，“这是每个人问我的第一件事。”他不明白这事儿有什么特别，他说在联合资本和BLX公司之间大约有50笔这类贷款，总值接近5000万美元。

威廉斯解释了小企业管理局是如何监管追索贷款的。BLX公司先编写清理计划，并提交小企业管理局批准，威廉斯的团队将始终遵循这一计划，在多数情况下，BLX公司的待处理追索资产的价格定得很高，根本不可能卖出去，有时公司只是为了给它评估一个更高的价格去抵押贷款，而不是收回资产，小企业管理局会让它永远抵押下去。因为公司已经事先告诉了小企业管理局如何处理，该局也批准了它们的计划，剩下的事就不用小企业管理局操心了。

小企业管理局会仔细检查BLX公司清理贷款的效果，但它几乎从未质疑过贷款发放的问题。威廉斯说，当然也并非总是如此，在BLX公司获得优先贷款人的地位前，监督要更加严格一些。在质疑BLX公司发放贷款方面，美国农业部比小企业管理局做得要好些，他说，在BLX公司取得优先贷款人许可时，作为批准程序之一，小企业管理局显然应该审查所有现存贷款，但它从来没有做过。

奥尔巴克说，以前曾被定为重罪的里士满办事处负责人麦克吉是有投票权的贷款审批委员会委员。这位前BLX公司员工在2002年通过电子邮件告诉过我同样的事情。当《华尔街日报》的杰西·艾森格向联合资本当面询问麦克吉的职位时，他们强烈否认他是贷款审批委员会成员。奥尔巴克说麦克吉是被特殊对待的，有一次，奥尔巴克被告知“不要接触麦克吉”，奥尔巴克贷款组合中有一笔在弗吉尼亚州里士满的7-11，奥尔巴克在追索这笔贷款时，要派人去查看即将出售的家具及固定设备，接到他的电话，麦克吉答应去查看，但稍后BLX公司高级主管戴维·瑞德林纳给奥尔巴克打电话，告诉他忘了这笔贷款的清理工作，这笔贷款只是列入奥尔巴克的名单内，麦克吉将接手它。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

BLX公司每季度都举行的追索贷款审查会，我们很惊讶地听到，联合资本首席财务官佩妮经常通过电话参与该会议，斯维妮经常以个人身份出现在会场。在这些会议上，威廉斯的团队拿出些活页文件，让大家讨论关于个人贷款、储备和估值问题。

威廉斯建议我们试着去找那些“贷款损失估价”的活页文件，那些文件中包括了追索贷款估价背后的所有细节。他告诉我们，在审查会议后，瑞德林纳将编写一份威廉斯和奥尔巴克都没有看到过的估价报告，该报告将用来计算BLX公司的财务储备。威廉斯认为，财务储备肯定与活页文件中追索团队建议的估值不匹配。

威廉斯说财务报表的估值是虚高的，部分原因是罗尔对每个借款人都有一个的“个人估价”的概念，因为每个借款人都要个人担保贷款，当贷款抵押不足时，个人估值即为估价的底限。威廉斯认为，如果人们有钱就不会首先考虑不还贷款，BLX公司对个人担保贷款几乎什么都不要，个人的估价只是账务上的考虑。

当威廉斯和奥尔巴克还在时，BLX公司有三种贷款：小企业管理局、美国农业部和“鲍比（塔纳豪斯特）家族”贷款，贷款追回后，“鲍比家族总是能得到部分付款，而小企业管理局什么也得不到。”我们要求他们详细介绍“鲍比家族”贷款，可威廉斯和奥尔巴克也知道得很少，因为这些贷款最后的结局都不错。

我们认为他们几年前曾与卡鲁瑟斯谈过，但在联合资本盗窃批评者的电话记录前后，交谈突然中断了，我们向威廉斯和奥尔巴克询问这一点时，他们对卡鲁瑟斯只有很少的记忆，对这个问题也很模糊。

很显然，我们没有能力为威廉斯和奥尔巴克与政府斡旋豁免协议，午餐会面后，我们试图找到如何帮助他们的办法，然而当我们准备实施而与威廉斯讨论时，他没有回我们的电话。

■ ■ ■

在与奥尔巴克和威廉斯会谈的一个星期后，联合资本宣布，它同意将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水星航空中心出售给麦格理基础设施公司，水星航空中心主要经营私人飞机运输枢纽，此交易为联合资本实现2.4亿美元的收益，根据我们的分析，这是联合资本“花园中最后一颗成熟的果实”。

2007年5月8日，联合资本发布了其第一季度收入报告，净投资收入下降到每股只有26美分，利息方面组合的总收益下跌到只有11.6 %，原因是不良资产上升（尽管信贷市场行情看涨，不良资产在投资组合中所占比例上升到6.4%，而上年末为5.3%），贷款手续费降低以及调查费用升高。联合投资在BLX公司的投资为1920万美元（其中包括它们在今年早些时候披露的1200万美元），并保持其对BLX公司的估值不变。在当天的电话会议上，沃尔顿继续坚持BLX公司的“核心业务是有利可图的”。

管理层被询问到出售投资的估价与最近账面上事先估价差距缩小的问题，沃尔顿指出：“我想这更多地取决于我们实际确认收益的时间，以及如何在季度末完成它，可能会发生的情况是：如果你得到——有时我们确切知道发生了收益并将它们反映出来时，将会非常接近季度末。有意思的是，我们并没有刻意这样做，请回顾一下前两个季度，看看我们前两个季度出售……”

斯维妮补充道：“当你拥有完全的信息后，真的很容易得到正确的估价。”

我真不知该对自己说什么才好，这正是2002年辩论中我们的观点！在最近出售投资前市场准确地反映了实际出售的过程，这对于正确评估联合资本剩余组合的价值并没有什么帮助。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第31章

证券交易委员会发现了地毯下的污点

2007年6月20日，终于盼来了我们等待多日的时刻：证券交易委员会发布对联合资本始于2004年的调查结果。证券交易委员会宣布，对联合资本事宜“根据程序启动禁止令，并根据1934年颁布的《证券交易法案》第21章的内容强制实施禁止令”。

长达6页纸的禁令内容如下：

> 自2001年6月30日季度末至2003年3月31日季度末，联合资本违反了联邦证券法关于在缺乏市场报价的情况下，对私人金融投资组合相关证券的评估的记录结转及内部控制规则。在此期间，联合资本未能制作和保持合理、具体地支持或是准确、公平地反映某项以季度为周期的特定证券的评估的账簿、记录和账户。此外，联合资本内部控制流程未能提供合理的保证，保证联合资本按照普遍接受的会计准则来进行上述证券的评估。不仅如此，自2001年6月30日季度末至2002年3月31日季度末，联合资本未能提供合理的保证，保证对其私人金融投资组合的相关证券的评估参照了现有类似证券的公允价值，并在合理的时间区间进行，联合资本未能：(1) 在联合资本的3月份和9月份的季度评估流程中，向董事会成员提供足够的同期评估文件；(2) 保留支持某些陷入破产的投资组合公司的评估的合理细节和书面文件。

禁令继续陈述：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在工作人员调查的15项私人金融投资中，联合资本未能提供足够的同期文件，以支持，或准确、公平地反映其董事会主张的公允价值。相反，在某些投资项目上，联合资本向其董事会提交的书面评估文件并未包括评估所需的特定指标（下面进一步阐述），有时，甚至季度性地变更用于核算公允价值的关键要素，而并不做关于变更合理性的足够的解释（例如，从基于息税折旧摊销前利润的评估变更为基于收益的评估，以及某些情况下，变更用于计算企业价值的倍数指标等）。书面评估文件并不能够反映联合资本在相关期间所进行的季度记录能够支持私人金融投资评估的合理细节。

禁令继续，并列举了3个具体实例，所涉及的公司被冠以“A公司”、“B公司”、“C公司”的笼统的称呼，但我们并不难以分辨出它们具体分别为星创环球电信公司、艾克特维公司，以及艾莱德办公用品公司。

A公司——某电信公司，在相关期间，联合资本对A公司进行了债务投资。联合资本无法提供同期的书面文件，以合理的细节支持其在2001年6月30日季度末及2001年9月30日季度末对A公司的评估。特别是，联合资本在这两个季度所得出的对A公司的评估，部分地基于来自不连续的业务线收入基础上的公允价值。联合资本坚持认为，它采用了保守的倍数指标来调整上述收入可能导致的潜在高估，但是，它却未能向董事会提交同时的相关书面文件，以合理的细节支持它的申明。此外，联合资本并未保留它于2001年12月31日季度末及2002年3月31日季度末向董事会提交的对A公司的评估文件。联合资本在2001年6月30日季度末及2001年9月30日季度末的10-Q报告中，以2000万美元（成本价格）结转它对A公司2000万美元的次级债投资。2001年的10-K报告以及截至2002年3月31日的10-Q报告中，联合资本对A公司的次级债估值被调整为1030万美元。此后，联合资本继续减记对A公司的该项次级债投资，在2002年6月30日季度末的10-Q报告中，该投资额继续下降至24.5万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

B公司——某直销公司，在相关期间，获得联合资本的次级债投资。联合资本无法提供同期的书面文件，以合理的细节支持其2003年3月31日季度末对B公司的评估基础。特别要指出的是，联合资本在该季度所得出的对B公司的估值，大部分基于潜在的被联合资本收购的交易预期，该交易实质上仅处于初期阶段。联合资本坚持认为（作为普通的实践）董事会应探讨这桩特别的潜在交易何以足够形成评估B公司的基础，但是，它却未能向董事会提交同期的相关书面文件，以合理的细节支持它的申明。此外，联合资本的评估文件不能全面反映联合资本对竞标收购B公司的考虑和目的，一旦收购成功，联合资本的投资的公允价值将有所下降。联合资本在2003年3月季度末10-Q报告中，以1430万美元结转它对B公司1650万美元的次级债投资。2003年6月30日季度末的10-Q报告中，联合资本继续把对B公司的次级债投资从1430万美元减记为5万美元。

C公司——某办公用品公司，在相关期间，获得联合资本的次级债投资。联合资本无法提供同期的书面文件，以合理的细节支持其于2001年9月30日季度末及2002年3月31日季度末对C公司的评估基础。例如，联合资本的书面评估文件并未包含所有涉及C公司不断恶化的财务状况的事实，其中包括C公司由于世贸中心恐怖袭击事件而失去其最大客户之一的事实。在2001年9月30日季度末及2002年3月31日季度末的10-Q报告及10-K报告中，联合资本以800万美元结转它对C公司的次级债投资，但随即便在2002年6月30日季度末的10-Q报告中，将该项投资减记为5万美元。

禁令继续，证券交易委员会发现：

在某些情况下，联合资本并未向其董事会（或评估委员会）提交足够的书面文件，以支持董事会关于公允价值的主张。例如，向董事会多次提交的书面评估文件并不完整，也无法恰当地支持联合资本所谓的公允价值（例如，企业价值仅列示于工作表上而没有注释；必要的核算要素和过程不是缺失便是不完整）。在另一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些情形下，联合资本相关期间的评估文件中包含了季度性的、意外的、关键核算要素的剥离或变更。

证券交易委员会发现联合资本于2001年9月和2002年3月：

评估流程由定量的工作表组成，它们未能提供对各种不同的因素变量的适当解释。例如，季度性的估值变化未能在书面文件中得到一贯的、合理的、细节的解释。此外，直到2002年6月30日季度末为止，联合资本均未提供用于评估的定量和定性分析的书面描述。在这一期间，联合资本同样没有保留合理的细节的书面文件，以支持对某些破产投资组合公司的评估。尽管联合资本坚持认为，其董事会成员和公司员工在董事会之前以及董事会期间，积极参与探讨联合资本私人金融投资的各项评估，然而，联合资本保留的书面文件并不能反映合理的细节，以支持联合资本在相关期间所记录的私人金融投资评估。

最后，证券交易委员会的禁令发现：

在相关期间，联合资本私人金融业务部门全体员工，一般来说，均对自己负责的投资项目推荐采用原始评估值入账。尽管联合资本也存在某些独立的审查，但是，这些审查孤立地存在，无法对私人金融投资的估值提供足够的客观评价。例如，联合资本成立了评估委员会，负责按季度审查每一项投资，但其审查的内容却绝大部分局限于私人金融投资的常务董事及其经营原则等。

总而言之，证券交易委员会发现联合资本违反了1934年颁布的《证券交易法案》的三个部分的规定。

证券交易委员会确认了我们的分析，即联合资本无法支持它的评估。此外，证券交易委员会还发现联合资本未对其估值准则的变动进行记录——显然只顾私利。书面文件“未做保留”。联合资本在我发表演讲的时候，甚至没有支持其评估流程的书面流程；该流程出现在我演讲后的第二个季度，大概是为响应我的演讲而临时起草完成的吧。联合资本似乎并不考虑负面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的信息和事件，例如其投资陷入破产的情况。联合资本对某项投资的过高估值仅仅是基于联合资本有可能购买该公司的意向。证券交易委员会提供了三个实例来阐述联合资本的问题，并指出它已发现问题投资案例多达数十起。现在，并不仅仅只有绿光对冲基金和其他少数几个人在谴责联合资本劣质的会计制度了。证券交易委员会官方正式认同了我们对联合资本的分析。

事情发展到这种程度，那么，联合资本应受到怎样的惩罚呢？禁令声明，联合资本积极配合调查，并积极改进了评估流程，制定了更详尽的记录保管流程，并开辟了第三方的评估帮助，新设了“首席评估官”的职位，专职监管评估流程。联合资本既没有承认证券交易委员会的调查结果，也没有加以否认，但却认同了禁令中违反《证券交易法案》（例如，应保持更好的记录）的结论，并承诺今后两年内继续聘用外部评估帮助，在内部“首席评估官”的监管下进行资产的评估。

就是这些了。没有罚金，没有处罚，没有针对联合资本员工和管理人员的任何行动。在第二天的《华盛顿邮报》上，证券交易委员会强制执行副主管发表的观点，“对此类投资组合的相关证券的评估不容易定量评价。我们想传递的信息是，我们希望公司能够遵循既定的标准和规则。”

联合资本违法行为的后果犹如最轻的羽毛最轻地拂过手腕。证券交易委员会的禁令甚至没有提及BLX公司或是管理层的行径，包括多次虚假声明哄抬联合资本股票的价格。在各种调查所获得的发现与禁令的具体内容之间存在一条巨大的鸿沟。证券交易委员会的禁令似乎这样定论：“绿光对冲基金是对的，联合资本错了。祝大家愉快。”这可真是一次“代价惨重的胜利”呀。

■ ■ ■

戴维斯——联合资本的合作伙伴，来自维尔欧律师事务所的外聘辩护律师，大言不惭地告诉路透社：“证券交易委员会没有发现任何可以质疑联合资本对其投资组合公司的评估的准确性和可靠性的地方。”再一次表明，牛皮越大越绚丽。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难道是“同罪异罚”？布里克曼花费了大约1个小时找出了证券交易委员会于2004年8月26日发布的新闻稿，其中宣布对凡古纳资本管理公司及嘉瑞特·冯·凡古纳本人采取法律行动。在该案件中，证券交易委员会发现凡古纳谎报了其基金所持有的非流动性、非公开交易证券的价值。在凡古纳的案件中，凡古纳低估了自己的股份，也就是说，他的错误在于过于保守。

凡古纳最终支付了80万美元的罚金，同时引咎辞职，并承诺7年之内不从事任何涉及对冲基金的工作。证券交易委员会实质上把凡古纳逐出了业界。当然了，他的董事会可没有前共和党全国委员会主席的光环。

卡鲁瑟斯的点评最为精彩：“证券交易委员会如果2002年便介入，并立刻有所发现，而小企业管理局也在我们申诉时即刻采取针对欺诈的行动，那么，联合资本的股票很可能早就跌落到每股3美元了。”不同的是，证券交易委员会发布禁令的当天，联合资本的股票报收31.84美元。我在卡鲁瑟斯的点评上再加上一句，即联合资本的管理层今天也将不在其位，没准要在监狱里打发时光呢。

可是，事实却是，在我发表演讲之后，证券交易委员会花费了两年多的时间才开始着手调查联合资本，随即再花费3年的时间来完成调查。调查的结果因为时间的消磨而变得陈腐。在这样的5年间，经济形势从萧条中得到了很好的恢复，联合资本也通过16次配股（见表31-1）新增了价值约10亿美元的新鲜股权。这些新增股权来自成千上万的散户投资者和机构投资者，他们都在掩耳盗铃地确认联合资本遵循了各项法律法规，只是不幸成为“卖空攻击”的受害者。这样的投资者便是证券交易委员会力图加以保护的对象。

表31-1 联合资本自2002年1月以来的股权配送

日期	筹集资金（100万美元）	配送价格	配送数量（百万股）	主承销商
2002年11月22日	88.6	20.10	4.35	送股
2002年12月18日	38.1	21.76	1.75	杰富瑞投资银行
2003年3月3日	35.8	20.46	1.75	杰富瑞投资银行
2003年3月25日	50.1	20.03	2.50	杰富瑞投资银行
2003年6月12日	66.8	23.84	2.80	美国银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

日　期	筹集资金（100万美元）	配送价格	配送数量（百万股）	主承销商
2003年8月1日	71.0	23.66	3.00	杰富瑞投资银行
2003年8月25日	24.2	24.22	1.00	里昂信贷银行证券
2003年9月25日	55.0	25.00	2.20	德意志银行、美国皮珀·贾弗雷合作银行
2003年11月10日	64.3	24.74	2.60	杰富瑞投资银行
2003年12月10日	54.1	27.07	2.00	美林证券
2004年9月29日	75.0	25.00	3.00	美国银行、德意志银行、杰姆皮证券
2006年1月26日	87.8	29.25	3.00	德意志银行、美林证券
2006年7月18日	123.5	27.45	4.50	美国银行、花旗集团、美林证券
2006年11月29日	69.9	29.75	2.35	德意志银行
2007年3月5日	97.3	29.25	3.33	德意志银行
2007年11月29日	80.4	24.75	3.25	德意志银行
合计	**1 081.9**	**24.94**	**43.38**	

资料来源：彭博新闻社及联合资本证券交易委员会备案。

所以说，这是个套现的大好时刻：证券交易委员会发布禁令的这个下午，联合资本开始实施其预谋已久的“股票持有计划”，为1670万股既定的内部股票期权开出温存的优惠。人们或许会想，这或许需要等待一天或两天，抑或一个星期，好让自己不再脸红而恢复自然吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOOLING SOME OF THE PEOPLE ALL OF THE TIME

第32章

长满荒草的花园

证券交易委员会及其他轻信的人为第三方评估帮助备感欣慰，以为联合资本必将恰当地评估其投资。我不这么乐观。正如前面探讨过的那样，联合资本并不是聘用咨询师来执行投资的评估。那些已签署确认BLX公司评估多年的第三方的“消极的保证”如何能够产生实质性的意义？我相信一切仅仅流于表面：联合资本的道德底线并未改变。

多年来，我们已经了解到，尽管联合资本的管理高层并不诚信，但是，这并不妨碍联合资本做出绝佳的投资。在联合资本的投资组合中很可能一直存在着某些大赢家。然而，联合资本收获盈利，保留损失的实践让它的前途暗淡无光。根据联合资本自己的估算，其投资组合的未实现损失已然超过了未实现的收益——这还未考虑其全资子公司BLX公司的彻底崩盘。

2007年第二季度的10-Q报告中，最新披露了BLX公司调查的结果。“此外，美国农业部总监察办公室正在对BLX公司发放的工商企业贷款展开调查。”披露采用的言辞让它读起来就像是对BLX公司的普通探讨，而非“法律程序”，而联合资本指出“进行中”的淡然也误导粗心的读者误以为农业部的调查无关紧要。联合资本并没有披露调查开始的时间，前一天的收益发布电话会议上同样也没有提及。

稍后的10-Q报告中，联合资本发出警告：“鉴于各种原因——BLX公司运营的变动、当前金融工具的状态以及BLX公司当前法规事件的影响、持续的调查和诉讼等，联合资本与BLX公司不得不共同着手进行潜在的静态调整，包括但并不限于资产重组、架构重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组，合资、出售、清理全部或部分资产等。所有以上行动均有可能对BLX公司的财务状况产生重大的消极影响，并最终导致我们的财务数据同样遭到负面打击。”

除此之外，10-Q报告还披露，BLX公司的信用协议已经陷入违约的境地，但暂时获得了它的放款人的宽限。即便如此，联合资本仍然进一步为BLX公司的身价抬升1000万美元，使得BLX公司的银行授信额度（已经亏空的第一笔高达50%的银行授信由联合资本担保）增加5000万美元。10-Q报告解释道，“由于严格遵守BLX公司与小企业管理局的协议中关于运营资金的要求，BLX公司的流动性大大降低。”联合资本没有解释具体的原因，也没有依据这些麻烦的事实而进行大规模的、立刻的减记。相反，联合资本该季度仅对BLX公司减记1900万美元，让人费解地继续评估自己的股份价值为2.2亿美元，这个数字意味着，如果计入BLX公司的信用贷款的话，BLX公司的企业价值将超过5.5亿美元。

2007年6月，联合资本宣布，已为新组建的联合资本优先债务基金有限公司筹集到1.25亿美元运营资本。该基金为联合资本管理下的杠杆基金，主要收益为管理费用及奖金。联合资本出资额占25%，其余资金则来自外部投资者。作为该基金组建的一个部分，联合资本将1.83亿美元的贷款从自己的账簿上转移到新组建的基金公司。联合资本未披露转移的具体资产。

同一季度从联合资本账簿上消失的一项资产是发放给埃尔医疗集团（一家从事直升机医疗救护的运营商，又叫埃尔伊生命团队）的金额为3500万美元的贷款。2007年5月25日，《纽约时报》报道，联邦调查局截获的来自该公司总部的文件，将作为“计费和健康规范相关事宜调查的组成部分”。报道还引用了2005年《纽约时报》的封面文章——一篇关于埃尔伊生命团队如何在并不紧急的情况下故意派遣直升机进行急救，以榨取保险金的报道。尽管只是一笔小额的投资，但是，联合资本却在联邦调查局搜捕埃尔医疗集团总部之后，调高了对公司的未实现收益值。

2007年9月4日，传统甜品公司，涉足伊利诺伊州、印第安纳州以及密苏里州的KK美国甜甜圈连锁店申请破产。2006年8月，联合资本领导了对已陷入困境的传统甜品公司的资产重组。破产文件指出，传统甜品公司已散失盈利能力，在申请破产之前的1年间，仅支付给联合资本27.5万美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约合贷款约定年利息的1/10。根据联合资本提交证券交易委员会的备案文件，破产申请仅数周后，传统甜品公司便正式破产。联合资本2006年确认该项投资的贷款利息收益为170万美元，2007年3月季度末，结转的利息收益仍然超过100万美元，直到2007年6月季度末，联合资本才将传统甜品公司放入非盈利投资项目，但是，却仍然继续以全额的3700万美元的投资成本评估和结转债务和股权。这样的招数，宛然间，似曾相识呀。

■ ■ ■

2007年11月7日，联合资本宣布第三季度收益，多年来第一次报告公司每股损失62美分。在连续多年的贷款繁荣之后，风险债券和贷款终于走向价值回落。在上一季度的电话会议上，管理层曾轻视市场衰落对其40亿美元的投资组合的冲击，并描述信贷市场的态势为正面的发展，因为联合资本完全能够以更高的收益发放贷款。随着信贷危机的蔓延，评估倍数指标大幅缩水，联合资本不得不对投资组合减记，“尤其是那些金融服务业内的投资，或是业务模式价值不大的投资”——沃尔顿如是说。在收割了绝大部分盈利的投资之后，联合资本这一次再也找不到平衡减记的增值项目了。

在为内部股票期权支付了温存的价值每股9美分的补偿之后（已于7月份在每股31.75美元的股价上兑现），联合资本的净投资收入仅达到可怜的每股12美分。其中，联合资本为取得延迟1年进行税前派送的资格而支付给政府的税费约合每股7美分。此外，联合资本售出了曼科瑞艾尔公司，并最终确认对星创环球电信公司投资的损失已实现——恍若记忆重现。

沃尔顿在季度电话会议开始时，便将财务结果定义为“混杂的”。接着意外不断出现：BLX公司将“大幅减少政府担保的贷款业务”。BLX公司的成本构成和资本需求已变得“欠理想”。BLX公司将关注非政府担保的“传统的”小企业贷款。这一转变的结果将造成BLX公司短期内30%的贷款发行量的下降，以及BLX公司剩余利息和账面价值的减记。同时，也将直接导致联合资本投资项目的额外8400万美元的减记，而这正是造成本季度损失的直接原因。

沃尔顿继续，“为了达到战略转变的目的，BLX公司现任首席执行官鲍伯·坦恩豪瑟尔，将担任过渡时期的董事长一职，而曾为联合资本成功打

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

造两桩商业抵押贷款投资业务的功臣约翰·舒尔雷，将代理BLX公司过渡时期首席执行官一职。”我立刻想到，不知联合资本是否考虑到，如果困境消除，过渡结束，坦恩豪瑟尔是否甘于被称做“前雇员”。

不管BLX公司的面目如何丑陋，联合资本只管为它涂脂抹粉，因为放弃BLX公司造成的将不只是减记，而是实实在在的损失。该损失的规模将彻底葬送联合资本处心积虑筹集多日的未派送税前股息，它们既定的用途是兑现投资者的预期。于是，联合资本决定再次聚焦BLX公司。“我们相信我们拥有极佳的机会构建和发展BLX公司，把它打造成为一家为小企业和商业地产提供贷款的传统放款人。舒尔雷——商业抵押业务的行家里手，一定会将BLX公司的商业地产平台发扬光大。我们相信舒尔雷正是带领BLX公司成功战略转型的理想人选，而我们也将全力以赴支持公司的转型。”沃尔顿继续解释。如果舒尔雷确实有能力开创一个新型的商业抵押贷款平台，那么，从头开始，而不是基于BLX公司这团乱麻之上——高昂的资金成本及其他，显然更加容易。

在电话会议的问答部分，卖方分析师无一不在刻意地推导龌龊的结论。来自飞力公司的亨利·科菲提问道：“如果我们彻底摒弃公认会计准则——我乐于资助的事情，那么，琼——我们如果刨除消费税以及某些股票期权的费用，去看待你的运营收益是否会公平一点儿？在此情况下，你的个人绩效奖金会是多少？”

即便进行了减记，但是，联合资本仍然没有在对BLX公司的估值上充分地反映市场状况的变化。电话会议上，管理层认可信用危机波及范围扩张。但是，就像他们在2002年的做法一样，联合资本还是没有充分考虑衰退的市场状况，并对全部的债务投资进行重新估值。联合资本减记的项目集中在股权部分；债务投资仍然保持成本计价。又一次似曾相识的感受。

■ ■ ■

即便在传统甜品公司破产之后，联合资本仍然按照成本结转其非盈利贷款——尽管它在当季便减记了股权投资。通过对资产管理公司（卡奥德斯资本管理公司）的投资，联合资本间接地投资了一系列结构性金融产品，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

包括结合股权的担保贷款凭证等。结构性金融工具的市场价值大幅缩水，在危机越演越烈的情况下则更为严重。然而，联合资本竟然仅对价值1.88亿美元的担保贷款凭证产品减记6%。

联合资本的股票，在公司进行内部人员股票期权置换的7月份，稳定在每股31.75美元，但随着第三季度亏损的公布，开始由强势变为弱势。2007年11月8日，公司股票暴跌至每股21.55美元。要知道，内部人员不久之前，刚刚用加权平均行权价格为每股21.5美元的1030万股期权置换了5300万美元的现金外加170万股普通股票！如果联合资本延迟股票期权置换直到公司宣布损失公告之后，可想而知，内部股票期权将几乎失去所有价值。这一高达1.06亿美元的“溢价”大约相当于联合资本3个季度的净投资收入的总和（见图32-1）。

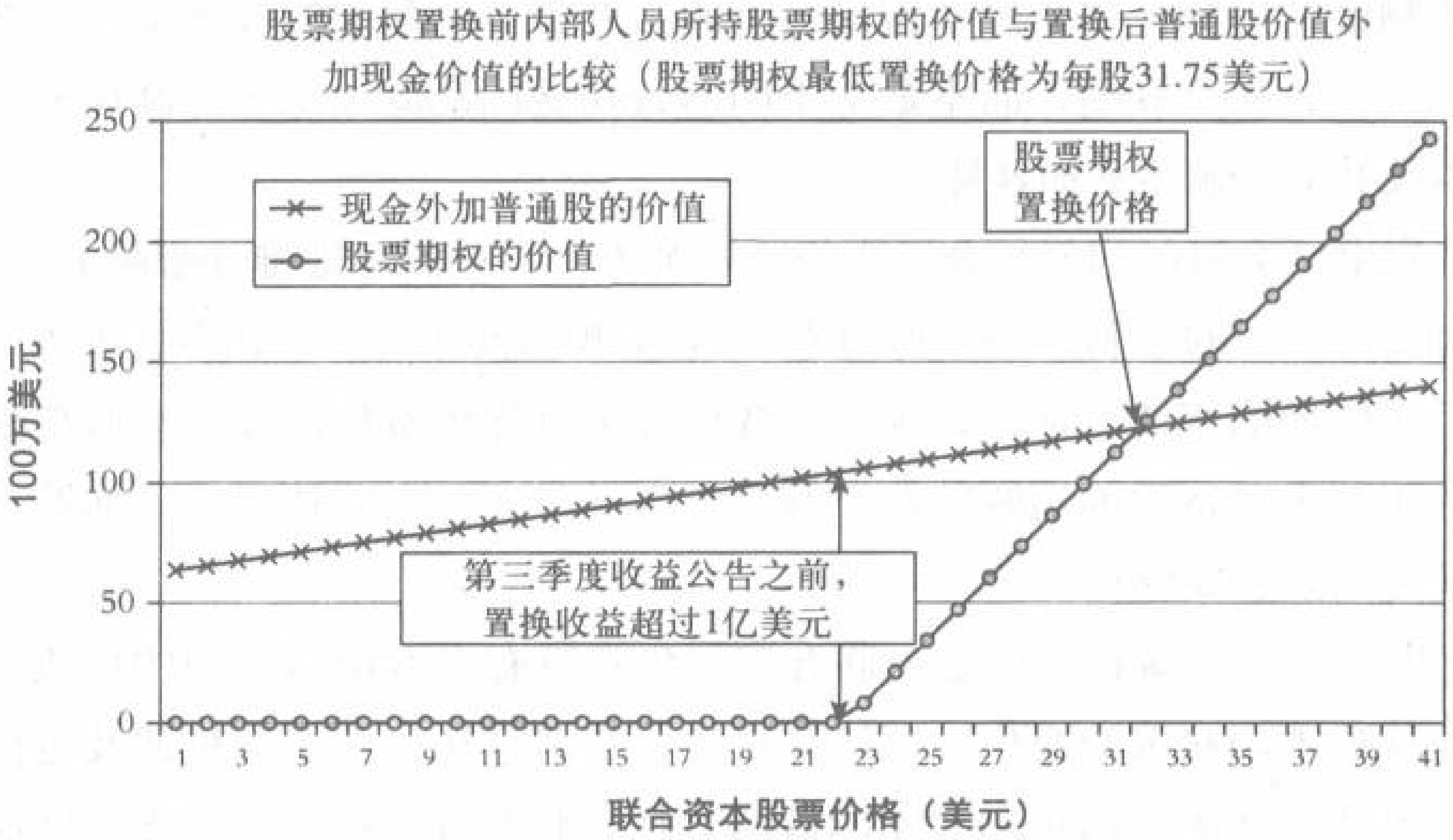


图32-1 联合资本于股票期权置换前、后的内部持股价值

就像魔术师的心爱女助手那样（被锯成两半之后，面带微笑地动动手、动动脚，以示一切良好），联合资本的内部人员再三地重复他们熟悉的哑剧表演：通过微不足道的公开市场上的股票买入来展示自己的“信心”。要知道，女助手根本没有被锯为两半！刚刚在期权置换中获得1450万美元现金（外加1450万股普通股）的沃尔顿，成为迄今为止最大的内部购买者，共计花费110万美元购入5万股股票。沃尔顿的购买行动引起了媒体的极大关注，其中包括来自彭博新闻社、《金融周刊》、《傻瓜投资指南》以及Insiderscore

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

网的正面报道。几个星期之后，联合资本的股票价格反弹到每股25.47美元；联合资本迅速通过德意志银行以隔夜竞价的方式净售出325万股股票。

2007年9月30日，联合资本对43.3亿美元总投资组合中的39.3亿美元评级为1级（收益超过预期）或2级（收益符合预期）；被评定为3级至5级的资产仅占中投资的9%，为4.01亿美元。然而，如表32-1所示，联合资本总投资中超过31%、价值13.5亿美元的部分业绩明确低于预期，它们不是已被部分减记，便是停止盈利。

表32-1 减记投资和/或非盈利投资2007年9月30日

（单位：1000美元）

	投 资	成 本	价 值	未实现（损失）
1	Business Loan Express, Inc.	324 559	136 710	(187 849)[①]
2	Hot Stuff Foods, LLC	187 589	91 542	(96 047)[①]
3	MHF Logistical Solutions, Inc.	65 544	10 585	(54 959)[①]
4	Triview Investments, Inc.	164 259	127 334	(36 925)[①]
5	Global Communications, LLC	42 999	7 576	(35 423)[①]
6	Pendum, Inc.	34 028	—	(34 028)[①]
7	Alaris Consulting	32 176	—	(32 176)[①]
8	Wear Me Apparel Corporation	183 050	151 432	(31 618)[①]
9	EarthColor, Inc.	199 980	169 324	(30 656)
10	Insight Pharmaceuticals Corporation	91 584	63 275	(28 309)[①]
11	Border Foods, Inc.	16 568	2 473	(14 095)
12	Direct Capital Corporation	56 765	44 438	(12 327)
13	Driven Brands, Inc.	148 133	136 655	(11 478)
14	Gordian Group, Inc.	9 567	—	(9 567)[①]
15	Callidus MAPS CLOS Fund I, LLC	67 090	58 074	(9 016)
16	Kodiak Fund, LP	9 423	2 853	(6 570)
17	Pres Air Tool, LLC	6 725	800	(5 925)[①]
18	MedBridge Healthcare	14 748	8 887	(5 861)[①]
19	Greative Group, Inc.	15 073	9 259	(5 814)[①]
20	eCentury Capital Partners, LP	6 899	2 615	(4 284)
21	Mid-Atlantic Venture Fund IV, LP	6 975	2 861	(4 114)
22	Legacy Partners Group, LLC	8 104	5 114	(2 990)[①]
23	Calder Capital Partners, LLC	4 453	2 565	(1 888)[①]
24	Grotech Partners, VI, LP	8 808	6 970	(1 838)
25	Universal Environmental Services, LLC	1 810	—	(1 810)
26	Callidus Debt Partners (CLO Fund IV, LTD)	12 373	10 758	(1 615)
27	Becker Underwood	30 449	28 836	(1 613)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	投　资	成　本	价　值	未实现（损失）
28	Axium Healthcare Pharmacy. Inc.	13 527	11 977	(1 550)
29	SGT India Private Limited	4 098	2 625	(1 473)
30	Avborne Heavy Maintenance, Inc.	2 401	973	(1 428)
31	Distant Lands Trading Co.	56 179	54 831	(1 348)
32	Callidus Debt Partners (CLOFund III, LTD)	21 980	20 702	(1 278)
33	Multi-Ad Services, Inc.	21 748	20 690	(1 058)
34	Walker Investment Fund II, LLP	1 330	358	(972)
35	Performant Financial Corporation	734	—	(734)
36	Cortec Group Fund IV, LP	3 383	2 906	(477)
37	Sweet Traditions	37 052	36 673	(379)①
38	Elexis Beta GmbH	426	50	(376)
39	HealthASPex, Inc.	500	133	(367)①
40	SPP Mezzanine Fund II, LP	2 750	2 409	(341)
41	Drew Foam Companies, Inc.	729	396	(333)
42	International Fiber Corporation	26 854	26 554	(300)
43	BB&T Capital Partners/Windsor Mez Fund	5 873	5 607	(266)
44	Litterer Beteiligungs GmbH	2 557	2 333	(224)
45	Homax Holdings, Inc.	25 453	25 235	(218)
46	Frozen Speciialties, Inc.	435	230	(205)
47	TransAmerican Auto Parts, LLC	24 944	24 762	(182)
48	Catterton Partners VI, LP	1 795	1 656	(139)
49	Baird Capital Partners IV LP	1 967	1 856	(111)
50	Aviation Properties Corporation	65	—	(65)
51	VICORP Restaurants, Inc.	33	—	(33)
52	Other Companies	6 524	6 511	(13)①
53	Garden Ridge Corporation	20 500	20 500	—①
54	Jakel Inc.	1 575	1 575	—①
55	Powell Plant Farms, Inc.	1 350	1 350	—①
56	Staffing Partners Holding Company	541	544	3①
	累计占总投资组合的%	**2 037 034**	**1 354 372** **31.3%**	**(682 662)**

①指非盈利的证券投资。

联合资本把已部分出现减记的数亿美元资产划归1级或2级。如此境况的投资如何能够评定为1级或2级呢？评级泡沫。似乎只要联合资本自己认为股权回报可能盈利，整个的投资（包括贷款和股权）便可以划归1级。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的推理毫无道理：如果联合资本预期投资的次级部分发生损失，那么，这部分损失将仅仅局限于次级投资部分，而不影响整个的投资？！

联合资本少数增值投资中的一部分似乎也问题重重。正如我们注意到的，随着曼科瑞艾尔公司的出售，联合资本已然摘光了最后一朵耀眼的鲜花。在剩余的投资组合中，最大的未实现收益当属联合资本2004年6月收购的太平洋金融公司，一家向小企业提供设备租赁的公司。与联合资本的大多数投资不同，联合资本准备了关于太平洋金融公司的大量公开数据，提交证券交易委员会备案和披露。联合资本以不菲的价格和可观的预期公开发行溢价购得太平洋金融公司，共支付9400万美元——太平洋金融公司股权的3.5倍或5倍（具体取决于交易时是否计入次级债）。根据证券交易委员会的备案，设备租赁的收益是固定的，而太平洋金融公司的贷款利率却是变动的。因此，备案发出警告，短期利率的提高将对公司造成不利影响。几乎就在联合资本购入太平洋金融公司的同时，美国联邦储备系统便发起了新一轮的短期贷款加息运动。自2004年7月起，至2006年8月止，联邦储备系统17次上调隔夜拆借利率，致使利率从1%上升至5.25%。尽管联合资本的原始购入成本高昂，以及直到最近才有所缓解的利率上调态势，联合资本仍然以可观的溢价来结转太平洋金融公司的估值。

卡奥德斯是另一项硕果仅存的未实现收益投资。2003年11月，联合资本买断了卡奥德斯的绝大部分股权（其余少部分股权被卡奥德斯管理层持有）。现在，联合资本因此为卡奥德斯承担大部分未来交易的巨大风险。但是，联合资本并没有合并卡奥德斯，因为它对卡奥德斯的定义是“投资组合公司”。我们从对联合资本关于BLX公司的会计处理的调查中已明白，投资公司拥有与其他投资公司合并财务的自由。也就是说，卡奥德斯有资格进行合并。未经合并的卡奥德斯将使得联合资本能够通过确认未实现的投资增值来提升自己的收益。如果联合资本合并了卡奥德斯，那么，它将不能够计入这样的收益（见表32-2）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表32-2 增记投资2007年9月30日

（单位：1000美元）

	投资	成本	价值	未实现（损失）
1	Norwesco, Inc.	120 859	200 664	79 805
2	Callidus Capital Corporation	8 642	49 215	40 573
3	Financial Pacific Company	97 570	137 951	40 381
4	BenefitMall, Inc.	155 227	170 075	14 848
5	Service Champ, Inc.	41 827	54 520	12 693
6	Amerex Group, LLC	11 909	24 057	12 148
7	Advantage Mayer, Inc.	154 041	165 041	11 000
8	CR Brands	73 773	81 486	7 713
9	Penn Detriot Diesel Allison, LLC	60 008	67 675	7 667
10	Air Medical Group	5 336	12 666	7 330
11	Coverall North America, Inc.	57 539	63 909	6 370
12	Progressive International Corporation	4 483	10 087	5 604
13	MVL Group	70 927	75 245	4 318
14	Bl Inc.	34 495	37 895	3 400
15	Huddle House	100 682	103 411	2 729
16	CitiPostal Inc. and Affiliates	26 658	29 015	2 357
17	Havco Wood Products	8 929	11 074	2 145
18	MedAssets, Inc.	2 049	3 945	1 896
19	Network Hardware Resale	34 217	35 872	1 655
20	SB Restaurant Corporation	29 493	30 974	1 481
21	Commerical Credit Group, Inc.	30 043	31 494	1 451
22	Updata Venture Partners II, LP	4 727	6 148	1 421
23	Camden Partners Strategic Fund, LP	997	2 382	1 385
24	Venturehouse Group, LLC	—	1 381	1 381
25	Cook Inlet Alternative Risk, LLC	100 147	101 207	1 060
26	Foresite Towers, LLC	—	881	881
27	Old Orchard Brands	38 109	38 944	835
28	Oahu Waste Services, Inc.	239	1 000	761
29	Callidus Debt Partners (CLO Fund V, LTD)	13 988	14 649	661
30	Geotrace Technologies, Inc.	9 517	10 167	650
31	Odyssey Investment Partners Fund III, LP	1 542	2 162	620
32	Postle Aluminum Company, LLC	63 989	64 589	600
33	spp Mezzanine Fund, LP	2 364	2 928	564
34	Catterton Partners V, LP	3 510	4 038	528
35	The Step2 Company, LLC	98 155	98 675	520

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	投　资	成　本	价　值	未实现（损失）
36	York Insurance Services Group, Inc.	46 234	46 734	500
37	Soteria Imaging Services, LLC	15 872	16 343	471
38	Allied Capital Senior Debt Fund	19 080	19 535	455
39	Passport Health Communications, Inc.	2 048	2 446	398
40	Alpine ESP Holdings, Inc.	636	1 019	383
41	Impact Innovations Group, LLC	—	320	320
42	Avborne, Inc.	611	850	239
43	Startec Global Communications Corporation	230	440	210
44	Regency Healthcare Group	13 937	14 122	185
45	Dynamic India Fund IV	6 050	6 215	165
46	Carlisle Wide Plank Floors, Inc.	3 523	3 623	100
47	ProMach, Inc.	15 966	16 066	100
48	Digital VideoStream, LLC	21 589	21 686	97
49	Centre Capital Investors IV, LP	2 079	2 170	91
50	Callidus Debt Partners (CDO Fund I, LTD)	28 402	28 482	80
51	Novak Biddle Venture Partners III, LP	1 910	1 983	73
52	Venturehouse-Cibernet Investors, LLC	—	54	54
53	Service Center Metals, LLC	5 293	5 317	24
54	Staffing Partners Holding Company	541	544	3
	累计占总投资组合的%	**1 649 992**	**1 933 371** **44.7%**	**283 379**

现在，联合资本制造净投资收入以维持派送的能力已极为有限。大幅降低了联合资本产生持续收益的因素是：投资组合利率降低——由2002年3月的14.3%下降到2007年9月的11.9%；来自控股公司的管理费用收入减少；运营费用大幅攀升，尤其是薪资。净投资收入，在2001年的时候几乎与税前派送相当，而到了2007年，几乎不到前9个月派送额的30%。最终，联合资本不得不采用资本收益战略，彻底依赖盈利投资的卖出和损失投资的保留。

尽管联合资本愿意做任何事情来避免未实现损失向已实现损失的转变，但是，最终结果如何则超出了联合资本的掌控，尤其是在BLX公司根基不稳的情况下。除了BLX公司已造成的1.9亿美元的损失，以及联合资本继续持有的1.36亿美元的投资，联合资本还担负着BLX公司的银行授信担保。2007年9月，联合资本同意将担保比例从50%提高到60%，以便让BLX公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得有效期至2008年1月的短期违约赦免。2008年1月，联合资本再次将对BLX公司的银行授信担保比例直接提高到100%，相当于4.42亿美元。如此一来，一旦BLX公司崩盘，而联合资本兑现担保，联合资本将实现损失超过7亿美元——假定政府放弃要求联合资本赔偿的主张，以及相应的处罚和罚金。

联合资本一度通过售出盈利投资、保留损失投资的手段积蓄了一大笔未派送税前收益的“小金库”。联合资本向投资者保证，“小金库”将构成公司季度派送的长期能力。我相信，联合资本已经难以找到有实质意义的丰收投资，而最终来自BLX公司的损失将耗尽（如果没有超出的话）联合资本的“小金库”。让我们仔细看一看联合资本2007年9月的各项投资评估——尚未计入BLX公司的额外损失，以及来自联合资本侵略性的会计制度的影响，联合资本的投资组合已出现6.83亿美元的未实现损失，而仅有2.83亿美元的未实现收益。

每个人都被告知，联合资本务必每年派送大约4.1亿美元。2007年9月，联合资本的小金库累积资金大约4亿美元，同时每年产出1.1亿美元的净投资收入，但与此同时，联合资本未实现损失已超出未实现收益4亿美元，此外还不包括BLX公司即将可能产生的巨额损失。小金库显然在接受考验。

一旦小金库消失，联合资本将只剩下一个选择，即利用资本金（而非利润）支付派送。联合资本的股东们可能不会注意到其中的差异，减少派送则无法想象。联合资本前些年所致力于的容易操控的税前收益（并非近年来报告中的收益）本该一直亮起红色的警示旗。利用资本金支付派送，与此同时筹集新资本——完全符合对庞氏骗局的经典描述。庞氏骗局在其破灭之前不也是一桩无被害人的犯罪吗？

庞氏骗局出现在经济学家所谓的“稳定不均衡”当中。尽管无法达到永恒的稳定，但是不一定在特定的时间内崩溃。的确，联合资本已向我们证明，该“稳定不均衡”完全能够持续数年，只要通过可笑的新股发售筹集更多的资金即可。其实，这样的坚持证明不了任何东西。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第33章

一项定罪，一次听证会，一项任免

司法局从BLX公司的密歇根调查中拉开了追究法律责任的序幕。2007年10月，BLX公司底特律办公室主任哈林顿，遭到犯罪起诉，罪名是参与阴谋，并对大法官做伪证。关注到调查的进展后，美国联邦检查局的助理法官斯蒂芬·鲁宾逊告诉彭博新闻社："我预期其他指控即将到来。"

哈林顿拒绝配合调查。据彭博新闻社的报道，哈林顿的辩护律师宣称，"政府一直希望追踪到更高层，但他从未揭发过其他人。"文章发表的同时，哈林顿在等待着审判。10多位参与BLX公司发行欺诈贷款的个人遭到各种罪名的起诉。

根据BLX公司的声明，哈林顿在其辩诉协议中承认650万美元的欺诈贷款。BLX公司气急败坏，"所有由于哈林顿先生承认犯罪行为而造成的损失，将完全由BLX公司承担。"然而，特别需要指出的是，BLX公司并没有承诺返还所有已发行的有嫌疑的欺诈贷款。

哈林顿被犯罪起诉后，小企业管理局总监察办公室随即在其网站上（www.sba.gov/ig/7-28.pdf）公告了针对BLX公司所发放小企业管理局担保贷款监察的审计结果。该审计7月份便已完成，但却因为编纂修订繁重的原因迟至10月才得以公布。审计报告一页又一页，一段又一段被涂黑，打印整个文件造成硒鼓的严重损耗。这是怎么回事？

2007年12月，基思·吉拉德在《纽约时报》网站的"企业资讯"专栏中描述了小企业管理局蓄意的"掩盖"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 总监察办公室按照惯例在其网站上公告此类报告。但是，当这篇报告在夏天完成时，小企业管理局的法律顾问弗兰克·波切特却要求总监察办公室要么滞留报告，要么进行实质性的改写。值得赞扬的是，总监察官埃里克·托尔森以及总监察办公室的内部律师均拒绝了波切特的要求。但最终，总监察办公室妥协，托尔森同意法律顾问办公室编订或“修订”审计报告。
>
> 如此要求绝非平常。总监察办公室名义上属于独立机构，但法律顾问办公室仍然定期审阅总监察办公室的报告，并经常修订其中敏感的法律、技术以及专利信息。即便如此，在BLX公司审计报告的问题上，修订的内容和范围仍不免让人叹为观止。迫于压力，托尔森在第1版审计报告的封页上做出了免责声明，例如，几乎所有来自总监察办公室的建议都被涂黑。

审计报告将BLX公司的各项业绩指标，包括流通率（相对于逾期率的概念）、损失率、购买率以及流动率等，与小企业管理局的相应标准进行了对比，但是实际的数字却遭到了“修订”。详细对比情况参见标题为《实地检查发现实质性不足及不符合小企业管理局规范的实例》的章节内容。大部分的《结果简述》内容均被涂黑，《事件年序表》则被全部涂黑。小企业管理局关于BLX公司的内部风险分析的讨论被修订，此外，被修订的还包括标题为《小企业管理局继续更新BLX公司的代理资格和购买贷款》的章节。总监察办公室在其免责声明中陈述，“自2001年以来，小企业管理局的监察行动发现，BLX公司的业绩中存在持续的、实质性的问题。但是，尽管问题重重，小企业管理局仍然继续更新BLX公司的代理放款人资格，此外，也未采取行动来限制BLX公司发放贷款的能力或是启动购买审阅流程来减小财务风险。”最终，小企业管理局彻底修订了总监察办公室提出的五项建议，详见标题为《其他建议》章节的内容。

难怪小企业管理局要使用黑色的修改标记。但即便在修订后，我们仍然足以拼凑出完整的审计报告，并从中看出总监察办公室对小企业管理局的极度批评，同时也显现了小企业管理局在如何对待BLX公司的问题上的极度矛盾，即便小企业管理局的无为正在消耗政府千百万计的资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总监察办公室陈述道，小企业管理局并没有接受调查结果，也未实施调查建议。“小企业管理局的管理层并未接受审查结果和审查建议。”审计报告如是声明。审计建议的前三条被修订。其他的建议包括：推出标准操作流程，明确规定优先放款人方案的资格在何种情况下将被吊销或废除，以及如何吊销或废除，并阐述了要求放款人向资本获取办公室提供贷款监察报告所固有的矛盾，因为后者的工作重点是贷款的产出量。不管修订后的建议是什么，报告指出，其目的都在于“减小BLX公司造成的潜在风险，提高执行行动的持续性和统一性”。小企业管理局自己就没能够与自己的总监察办公室达到统一。即便总监察办公室已经看出了问题之所在，小企业管理局自己却并不赞同，而且甚至回避公开表明（无视争执的存在）何以并不赞同的原因。

在黑色标注的字里行间，每个人都可以看出，6年来，总监察办公室实际上一直握有足够的持续存在的问题的证据来质疑小企业管理局是否应该继续更新BLX公司的优先放款人方案的资格。除了绰绰有余的红色警示旗而外，小企业管理局并没有增加对BLX公司贷款购买要求的详细审查，即便已为此付出2.72亿美元的贷款担保。总监察办公室发现，小企业管理局总计确认出39桩BLX公司的问题贷款，但却没有解决“其中的不足，要求弥补或拒绝担保”。

审计报告继续，“尽管小企业管理局当局确信自己采取了恰当的行动，但是，以我们的观点来看，还应采取更为严厉的措施来追究BLX公司无视小企业管理局规则的责任，有效减小放款人投资组合的风险。我们认为小企业管理局采取的行动极为有限，理由如下：

- “小企业管理局缺乏清晰的强制执行政策，具体规定吊销或废除代理放款资格的条件，也未制定流程规范如何吊销或废除代理放款资格。”
- “小企业管理局放款人监察办公室，以及小企业管理局金融帮助办公室所承担的放款人监察责任，与资本获取办公室的贷款产出目标没有达到协调一致，并呈现出潜在的冲突，或者说，至少呈现出鼓励放款人参与优先放款人方案和评估放款人业绩与采取强制措施之间的表面冲突。”
- “终止BLX公司参与优先放款人方案及其他代理放款方案，将给不断

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

减少工作人员的小企业地方办公室造成极大的工作负担，大幅地增加待处理的贷款个案的数量。此外，小企业管理局筹建中的肯塔基州哈泽德市以及加利福尼亚州萨克拉门托市标准7（a）担保贷款处理中心，也将面临人手不足，无法管理大幅增加的贷款个案数量的问题。”

报告指出，由于小企业管理局极少处罚业绩低劣的放款人，极少取消它们的优先放款人方案的资格，也几乎没有取消资格的流程，因此，放款人没有受到任何激励去取得良好的表现。“小企业管理局尚未制定政策和流程来规定何时吊销或废除优先放款人方案的资格以及如何取消和废除，”报告指出，“尽管现行《美国联邦法规典集》第13章，以及小企业管理局的标准操作程序，包含了部分的强制执行行动，但是相关指南并未提供直接关于何时及在何种情况下应实施强制措施的具体规定。”

在一段诅咒式的评论中，报告指出，“由于授权终止或不被更新的情形鲜有发生，因此，鉴于缺失任何实质性的后果，放款人基本上忽略了小企业管理局对代理放款资格的要求。所以说，缺乏持续的强制执行政策的实施，放款人不可能确保一定质量的运作，此外，也不可能严肃地对待小企业管理局的监管。”够严厉了吧!

审计注意到，小企业管理局先天固有某种冲突，因为强制执行（例如废除优先放款人方案的资格）将有碍于小企业管理局向小企业发放贷款的核心职能。此外，将诸如BLX公司这样的高产大户剔出贷款方案的做法必将减少小企业管理局的贷款组合。“由于BLX公司自2001年以来一直名列小企业管理局前10大放款人，因此，任何可能恰当减小BLX公司所造成风险的措施，例如吊销其代理放款的资格，也将同时削弱小企业管理局贷款产出目标达成的可能。”审计报告坦言。

■ ■ ■

总监察办公室发布报告后一个星期，道琼斯通讯社发表了卡罗尔·雷蒙德撰写的文章，文中报道，参议员约翰·克里（参议院小企业委员会主席）深为审计报告被修订一事而忧虑。参议员克里说道：“一家政府代理机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

构试图滞留总监察办公室的建议，以及回避公开审查的反映的行为是极其反常的。小企业管理局必须彻底、全面地解释其中的根本原因。”

文章报道说，参议员克里十分“担心小企业管理局不能严肃地对待总监察办公室的建议，也担心小企业管理局不能恰当地看待其‘由于未履行监察小企业放款人的责任，而导致多年欺诈的持续存在’”。据雷蒙德的报道，参议员克里即将为此举行听证会。

文章继续道，“小企业管理局发言人拒绝评论报告被修订的程度。小企业管理局在一封电子邮件中声明，‘由于总监察办公室的报告牵涉如此众多的特权和机密——从法律的角度上讲，因此，我们无法对此做出太多的评价。’”雷蒙德还提到，联合资本同样拒绝做出评价。

参议员克里发表的新闻以超大、加粗的字体被刊载——《克里质疑布什管理当局滞留欺诈发现》。根据该新闻稿，“如果管理当局始终对公众隐藏事实，那么，我们将无从了解事情的本质……管理当局务必解释为何压制总监察办公室的建议，以及他们对审计的反应。为了与未来的欺诈作斗争，也为了保护此类事关重大的小企业贷款方案的纯洁性，美国人民需要了解所有相关信息。”参议员克里对确保采取措施要求收回全额欺诈贷款担保以及关闭BLX公司的事宜并不感兴趣，而只顾不遗余力地谴责布什管理当局修订审计报告。

2007年11月2日，布里克曼和我飞往华盛顿会见参议院委员会民主党成员副主任凯文·惠勒女士，以及委员会法律顾问安吉拉·欧姆。尽管事先安排的是位于会议室的为期半小时的会谈，但是，惠勒仍然兴致盎然地在既定时间结束而且会议室另有预约的情况下，把我们转移到咖啡厅继续探讨。我们提交了一份装订好的关于BLX公司的调查资料，其中包括克罗尔的报告，并向他们解释了我们多年来一直在向小企业管理局和证券交易委员会反映BLX公司的实情。布里克曼和我向惠勒证明，欺诈远远超出哈林顿贷款案件，而是一直延伸到全国，甚至也超出小企业管理局而波及农业部担保贷款方案。我们花费了一些时间来探讨小企业管理局对其代理放款人的监管失察，尤其是非银行类放款人。同样缺失小企业管理局的监察，但银行类放款人的贷款执行情况优于非银行类放款人，因为银行还受到额外的、更严格的银行规章的制约。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们探讨了这样一个事实，即小企业管理局多年来一直面临来自有关人士的批评，后者一直在奔走呼吁彻底关闭小企业管理局。批评积极论证，在当今的市场状况下，小企业根本不需要政府资助。小企业最初无力获取贷款的事实早已成为过去，取而代之的，是任何私营放款人都乐于注资任何规模的有价值的企业。小企业管理局以传统的官僚作风反驳面对的批评，而且一直具有强大的攻击性。而面对小企业管理局大力扩张贷款规模和服务领域的做法，批评人士只能沮丧地旁观。

20世纪90年代，小企业管理局开创了新型的贷款方案——小企业管理局快捷贷款方案以及社区快捷贷款方案。这些贷款方案大幅度简化了小企业申请贷款的手续，并同时提供政府担保。根据小企业管理局官方网站的描述，“小企业管理局快捷贷款方案由小企业管理局创设，主旨在于检验授权选定小企业管理局放款人的意义，让小企业管理局的贷款审批流程流水化、便捷化。”通过贷款方案，小企业管理局允许放款人处理25万美元以下的贷款，并几乎不做任何监督。不难想象这一政策的后果。

至于随后推出的更新型的贷款政策——小企业管理局7（a）贷款，更是进一步“流水化”和“便捷化”了小企业管理局的担保，同时也引发了大范围的欺诈和腐败。2006年12月，小企业管理局发布报告，在受到审计的54桩违约的社区快捷贷款和小企业管理局贷款中，45家存在放贷不当的嫌疑。“我们的审计揭示，小企业管理局在未获得必要信息的情况下便购入小企业管理局快捷贷款和社区快捷贷款，这些必要信息用于评价放款人是否已验证贷款人如何使用贷款资金、确定贷款资格和信用资质，验证贷款人的财务信息等……”审计报告中陈述，“鉴于如此高比例的亏空，我们估计，2729桩于2000年1月1日之后批准，2005年2月1日之前买回，已支付总金额在1.28亿～1.306亿美元之间的贷款，在放款之初，都没有得到小企业管理局的恰当审查。”

当然，BLX公司变成小企业管理局快捷贷款方案和社区快捷贷款方案的积极参与者，也就不足为奇了。2005年，《迈阿密先驱报》把在2004年发放了2600万美元社区快捷贷款的BLX公司形容为社区快捷贷款的“专家”——超出了其预算的两倍。“由于飓风的影响，我们并没有在南佛罗里达州太努力地开拓业务，也就是说，我们才刚刚起步。”BLX公司执行副总裁弗雷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德·克里斯宾如是说。

我们还向惠勒推荐了几项提交国会的建议，以敦促小企业管理局向贷款方案中的欺诈开战：

- 小企业管理局应从代理发行授权的收益中拨出部分资金再投资到私人企业，以提高监管力度。
- 小企业管理局的审查应关注放款人发行贷款决策的质量，而不是简单地填写“走过场”式的调查问卷或是单纯地检查贷款档案的“完整性”。
- 小企业管理局应及时确认损失，而不是一味等待贷款的最终解决。
- 小企业管理局应制定放款人参与小企业管理局贷款方案所必须达到的目标评价标准体系。
- 小企业管理局应公开更多关于贷款人绩效的信息，包括对小企业管理局放款人的风险评级和法规备案。
- 更新一代的7（a）贷款方案，例如小企业管理局快捷贷款和社区快捷贷款，应该被废除，因为它们更缺失监察，也更容易被滥用。

在哈林顿被起诉后，惠勒已着手调查BLX公司的情况。她对于联合资本版本的故事已经很熟悉了，即个别的无赖员工筹划了欺诈，而BLX公司纯属受害者等。谈话中，惠勒甚至质询我是否与小企业管理局总监察办公室的任何人存在任何私人关系。我回答道，“我知道你之所以问我这个问题，是因为联合资本一直在四处散布谣言说，位于密歇根州的小企业管理局总监察办公室是我的私人好友。”惠勒点点头。我很惊讶，联合资本竟然把杜撰的情节推销到了参议院。我告诉惠勒，答案是“没有”。我甚至不知道密歇根小企业管理局总监察办公室成员的名字。

布里克曼和我承诺，只要需要，我们很乐于出庭作证。惠勒询问，谁适合代表BLX公司作证。我建议坦恩豪瑟尔。惠勒告诉我，坦恩豪瑟尔可能无法出席（我们与惠勒的这次会见发生于联合资本宣布坦恩豪瑟尔被调解前一个星期），BLX公司推荐德里尔·舒斯特。惠勒继续说道，“我们已经从舒斯特那里听到了足够多的故事。”舒斯特就是那位我们曾提到的，鼓励小企业管理局贷款事业，为参议员克里的总统竞选筹集资金，并战胜坦恩豪瑟尔，取代他成为克里竞选资金筹集委员会成员的BLX公司高管。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■ ■ ■

2007年11月7日，参议员克里向媒体宣布下周将举行听证会，对小企业放款人进行进一步的审查。从新闻中我们了解到，出庭作证的是坦恩豪瑟尔。听证会准许布里克曼和我提交书面证词（我们照做了）作为听证会记录的组成部分，但却没有邀请我们亲自出庭作证。参议员克里办公室告诉我们的法律顾问，参议员承诺小企业管理局的官员，他们并不会面对“调查式的听证会”，并保证听证会不会演变成“这下抓住你了！”的局面。

参议员克里在听证会开始时再次重申他的承诺，“所以说，本次听证会的目的既不涉及政治，也不在于‘这下抓住你了！’真正的目的是解决（在小企业管理局总监察办公室的帮助下，它的成立本身就是为了增加透明度、责任感和有效性）小企业管理局放款合作伙伴，我们参议院小企业委员会如何提高对代理放款人的监察力度，以及如何阻止小企业管理局放款方案欺诈的事宜。

“今天来到这里的各位请围绕以上主题展开发言。我们不知道其他的事情。我们到这里来，就是来探讨这样一种我们了解到的情况，即总监察办公室已经谈论了一阵子的那些事情。”

参议员克里贯穿整个听证会的发言均采用了恭敬的口吻，听起来几乎是在给BLX公司道歉。他指出引发的欺诈纯属“某个演技拙劣的演员和一小撮人”的恶劣行为。克里还补充道，“听证会绝无伤害BLX公司或其他实体的意思，但也并不是说，不需要合理的责任标准，毕竟企业必须为它的员工负责。这只是企业运营的常理，在BLX公司的问题上当然也不例外。

“我们需要理解，为什么没有人注意或是报告出自该分支机构如此高比例的小企业管理局坏账贷款。今天的听证会无疑是该公司一次解释的机会，此外，公司还需解释的是它们最近宣布减少小企业贷款的理由。请容许我声明，对于随之而来的工作机会的减少，我万分抱歉。”

这简直不得不让人跌破眼镜。

参议员斯诺作为参议院小企业委员会中的少数党派委员，对待小企业管理局和BLX公司的态度则严厉得多。她说道，“今天，我希望弄清楚政府如何以及为什么不恰当地容许欺诈贷款和拙劣的贷款发行发生在企业贷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款公司BLX公司的身上……我们已经举行过无数次听证会，发布过无数份报告，正如主席所言，但是，我们发现自己仍然处在危机关头——欺诈贷款的巨额数量和恶劣程度仍然让人叹为观止，仅BLX公司一家便超过2亿美元。”

参议员斯诺宣布小企业管理局监察“失职”，并加入参议员克里一起批评小企业管理局对总监察办公室报告的修订行为。她很清楚失察乃至形同虚设的监察所导致的后果，因此，她郑重地声明，“我担心，除非小企业管理局能够极大地提高对放款人的监察力度，否则，逐步增加的损失和费用将驱使放款人和贷款人远离这些重要的贷款方案。这已不仅仅是严重地打击甚至打击到小企业获取成长资金的能力的问题，还涉及最后我们不得不悲哀地改变这些贷款计划的使命的问题。”

在参议员们的开场白之后，第一个证人——小企业管理局主管史蒂文·普雷斯顿出场。他从最宏观的层面讲述了提高对小企业管理局放款人监察有效性的重要意义。为了证明对审查的积极配合，小企业管理局早在两周之前便已提交了放款人监察新规则，以及相关的强制执行流程。

普雷斯顿在他的当堂证词里回避了修订总监察办公室报告一事，但是在他的书面证词中明确指出小企业管理局曾向参议院小企业委员会提交过一份未做任何修订的报告。书面证词中解释道，为了保护“小企业管理局作为金融调节者的地位的神圣性”，不得不对公众隐瞒事实，因为“公开披露这样的信息将严重地打击小企业管理局从它的放款人处获得敏感信息或是不利信息的能力”。尽管很难看出披露BLX公司的贷款绩效和欺诈史以及总监察办公室的建议和小企业管理局的反应如何造成这样的伤害，参议员们却似乎接受了这样的荒诞逻辑，自此不再就修订行为发出质疑。

参议员斯诺就BLX公司挑战普雷斯顿：“为什么你没有对BLX公司采取补救措施？我的意思是，为什么没有任何赔偿或处罚？我的意思是，例如，你为什么不废除它们的优先放款人资格？因为，正如总监察办公室的报告所指出的那样……如果不会引起任何实质性的后果，那么，放款人完全可以彻底忽视小企业管理局对放款授权的要求。”不幸的是，这个问题被裹缠在一段漫长的陈述当中，不仅如此，陈述中还提出了针对其他主题的问题。因此，普雷斯顿应答的时候，故意选择了避开BLX公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参议员斯诺仍在坚持，继续探究BLX公司投资组合巨大的违约率。对此，普雷斯顿似乎并不担忧，他将投资组合质量与欺诈划清界限，“BLX公司发生的欺诈，显然是一小撮老于世故的……”

参议员克里询问小企业管理局何时第一次发现贷款欺诈的。普雷斯顿回答不出来，只好说，“参议员，我记不清楚了。”

参议员克里接着询问，小企业管理局采取了什么样的措施阻止欺诈一而再地发生，并询问小企业管理局从中吸取了什么样的教训。普雷斯顿再次推销他的（也是联合资本的）观点，即BLX公司是欺诈的受害者，而非罪魁祸首，用他的话来说，“这种形式的欺诈，尽管对我们所有人来说都不是什么好事，我们也都不会喜欢这样的事情，但是真正遭到财务损失的毕竟还是放款机构。”普雷斯顿声明，他很满意BLX公司的处理方案，即认可了这样的算法——BLX公司返还小企业管理局区区几百万美元的担保款项可以弥补涉嫌欺诈的密歇根州近7700万美元的贷款。普雷斯顿显然坚信小企业管理局欺诈贷款仅限于密歇根州，因此，他根本没有调查其他地区的想法和计划。

参议员克里问道，“如果你发现欺诈阴谋……你谈到你考虑过对BLX公司采取强硬的违纪处罚措施，但最终小企业管理局选择了密切协商，而且始终严守违纪处罚措施的细节。在强硬的态度和私人的协商之间，究竟发生了什么……”

普雷斯顿回答：“是的，我没有注意到——注意到欺诈的历史，很不幸我无法——我不能妄加评论。”

参议员克里询问普雷斯顿是否亲自参与了对BLX公司的处理。

普雷斯顿回答：“最初，我积极参与了谈论，陈述了我关于下一步如何进行的想法。我的观点是这么几个。第一，我希望绝对确保纳税人的利益……这里就不展开谈了。另一个是……如何平衡我们的判断将涉及，当你深入调查类似事件的时候，你将以什么样的立场看待事件的背后？你如何权衡……向小企业限制资金？”难道他也像联合资本一样急于宣告事件的“背后”？

第二位证人是小企业管理局总监察官埃里克·托尔森，对BLX公司和小企业管理局的态度极为严厉。“我们相信，这是小企业管理局历史上最大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的7（a）贷款欺诈阴谋。哈林顿先生和拉扎贝女士均已认罪。自此，我们的调查已经导致27位个人被起诉，其中3人目前全球在逃。预期本次犯罪调查还将进一步牵涉到其他针对个人的起诉。”

他告诉委员会，小企业管理局一直注意到BLX公司的业绩方面和遵守法规方面的问题，但是BLX公司几乎无须承担后果。“我们相信BLX公司贷款过高的违约率以及其他的问题，将财务风险不恰当地转移给了小企业管理局，因此，应进一步深入调查违约贷款，并考虑取消BLX公司优先放款人的资格，该资格使得BLX公司无须经过小企业管理局实质性的审查便可以发放贷款。”

他继续谈道，“尽管BLX公司的贷款问题重重，但是，小企业管理局仍然继续更新其优先放款人方案的授权，并且在毫无警惕的情况下，兑现了担保购入的要求，于2001～2006年间，共计支付了2.721亿美元的贷款担保。很简单，小企业管理局没有追究放款人业绩问题的责任……小企业管理局只关注贷款的数量，而非质量。小企业管理局设定了贷款数量的目标，却缺失贷款质量或放款人业绩……我们相信小企业管理局一直不愿意对BLX公司采取强制执行措施的原因是，BLX公司发放贷款的数量名列小企业管理局十大放款人的行列。”在陈述伤感而明显的事实时，托尔森用节制的结论控诉小企业管理局的“监察政策”，即“小企业管理局并不重视欺诈的侦察”。

参议员克里问道，“为什么要启动对BLX公司的调查？”

“犯规调查实际上早在2002年就已经开始，当时收到了来自许多方面的申诉，其中的某些，我相信，你们也已收到他们的陈述，他们通常被称为卖空商。”托尔森回答道，“小企业管理局调查了许多这类的案子，但是都没有发现足够的证据来提请犯罪诉讼。”托尔森的发言勾起了那段让人沮丧的记忆，小企业管理局竟然无法找到我们提交的诸多欺诈贷款的内部贷款数据。毫无疑问，如果他们首先就无法找到问题贷款的话，他们当然难以找到“足够的证据”。

托尔森继续，“非欺诈性贷款也逐渐显现出其他的问题，例如2002年发生的一个事件，便已让贷款问题初现端倪；2005年，总监察办公室发布了管理建议报告，详细陈述（我认为）7桩贷款违反了小企业管理局的程序，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并对小企业管理局谎报信息。”

接下来，托尔森震惊了在座的所有每一个人：

托尔森：“事实上，值得表扬的是，BLX公司承诺返还其中一笔贷款的担保金，但是出于某种原因，小企业管理局给BLX公司发送了一封电子邮件，指出BLX公司自己已经举步维艰，不必返还款项。”

参议员克里：“你又击中我了。”

参议员斯诺：“是呀。”（在座的所有人开始大笑）

托尔森：“需要我道歉？”

参议员克里：“你真的又击中我了。小企业管理局究竟在邮件里写了些什么，别担心？”

托尔森：“就是这样的信息（我想）我和普雷斯顿当时都还没有到小企业管理局工作，不过，这就是我了解到的信息，是的。”

似乎就在这个节点上，参议员克里转而四处询问是谁坚持修订总监察办公室的报告。托尔森回答道，修订的要求来自小企业管理局法律顾问以及BLX公司的律师。BLX公司的律师？“我们拒绝了BLX公司的抗议，但是我接受了来自法律顾问办公室的修订要求。”

“以你的观点来看，所有的修订都有法律依据吗？”克里问道。

“不，不过这是它们办公室的事情，我并不是律师。”托尔森回答。

参议员斯诺紧跟着发问，“你能够理解为什么他们继续更新BLX公司的优先放款人方案吗？……读一读报告，在这里，这实在难以理解，也想不明白。”

托尔森回答道，“这个问题也困扰我多时，不过我理解，小企业管理局很担心自己的业务遭受影响，也为（我相信）BLX公司退出贷款方案的威胁而焦虑。”显然，小企业管理局认为，保留住一家欺诈公司，要比停止它发放新贷款从而阻止它继续增加小企业管理局的损失更为重要。

在短暂的休息之后，坦恩豪瑟尔出庭作证——他要是长得再圆滑一点点的话，就完全变成奶油了。参议员克里始终坚守自己不让小企业管理局和联合资本感到任何难堪的诺言。他为坦恩豪瑟尔铺平道路：“由于事情败露，委员会采取了标准的方法应对媒体，向小企业管理局询问了监察的问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题，但是违规处理决定完全取决于小企业管理局自己，而我想，我们应避免引起任何方式的公众抗议。正如你们所知，我们从未建议或反对对BLX公司采取激进的措施，例如吊销其优先放款人资格和代理贷款授权，或是终止BLX公司在次级市场上销售小企业管理局贷款的权力等。”

坦恩豪瑟尔开始发言，他明显紧张——声音都在打颤。在他精心准备的证词中，他强调BLX公司是受害者，而非罪犯。他辩解道，BLX公司缺乏利益动机，以及其他任何动机，进行欺诈。他甚至指责政府没有更早地发现欺诈，“4年来，农业信贷公司多次对贷款案例审查，均没有发现欺诈。显然，此类欺诈难以侦察。”接着，他攻击总监察办公室迟迟才发现欺诈，“总监察办公室报告……在本质上存在着缺陷，”是“不准确和不一致的”。显然，他喜欢农业信贷公司的报告——既忽略了欺诈，还更好、更坚决地断言总监察办公室报告“披上了不准确的外衣，因为它摒弃了农业信贷公司审计师的发现和结论，而这些发现和结论强烈地支持小企业管理局更新BLX公司优先放款人资格的决定……不幸的是，我无法提供更多的细节，因为刑法禁止放款人散布农业信贷公司的审计内容。”

坦恩豪瑟尔以咏唱式的语气、苹果派式的努力展示自己的怜悯和担忧，“我个人对我们的前雇员的错误行径感到悲哀和失望。我但愿自己早些注意到他的行为。”“擦干眼泪，”坦恩豪瑟尔继续，“今天的BLX公司与多年前发生欺诈行为时的那个BLX公司已经大为不同。”

参议员克里仍然以同情的口吻提问，“坦恩豪瑟尔先生，感谢你到场作证，我知道BLX公司和小企业管理局都认为自己，本质上，是欺诈的受害者，而显然，你知道，你应该明白你的某位职员在冒险呢。”

坦恩豪瑟尔接过参议员的接力棒，大肆发挥。他谴责哈林顿，指出哈林顿的特长便是向中东血统贷款人所营业的加油站和便利店贷款。BLX公司已经注意到拙劣的贷款绩效，并在“尚未显现任何欺诈和错误行径的端倪之前取消了哈林顿的经营权”。他们这么做的目的是，“我们的业务是发放优质贷款，对于那些给我们带来不良贷款的人，那些无法提供良好服务的人，我们也将不给予贷款方案的支持。”

为拉开与哈林顿的距离，坦恩豪瑟尔证实道，“BLX公司是由4家不同的公司合并而组建的，特洛伊办公室来自我们其中一家公司……哈林顿先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生确实在该办公室呼风唤雨。”坦恩豪瑟尔没有提及让人难堪的事实，即合并到BLX公司的哈林顿及特洛伊办公室，均来自快捷联合资本公司，该公司由联合资本运营总监斯维妮当家。

参议员克里以向坦恩豪瑟尔的最后一叩首结束自己的提问，“我们当然希望知道这些情况……如果这仅仅是特定小范围内的、孤立的个别案件，每个人其实都不愿看到终结所有运营的后果。”坦恩豪瑟尔赶快重申，BLX公司已经做出了大量变革，同时重申联合资本的理由，即底特律欺诈贷款并没有损害纳税人的利益——在7700万美元的涉嫌欺诈贷款中，BLX公司返还了800万美元。

损失难道在其他账簿上？！

接着，参议员斯诺开始提问，与克里相比，她的态度仍然更为强硬。她指出，回顾2003年6月，小企业管理局萨克拉门托中心曾经“建议不再更新BLX公司的优先放款人资格”。坦恩豪瑟尔的反应变得斗志昂然，他用我们熟悉的联合资本战略，斥责任何持批判观点的人只是不懂公司而已。他谴责萨克拉门托中心“或许混淆了真正的要求（对于优先放款人方案的资格更新）所在”。

参议员斯诺反驳道，“中心不再更新资格的建议主要基于BLX公司不利的贷款回购率和清算率。其他的问题——引述中心2003年6月的声明，65家地区办公室提交的评估中，35家支持不再更新资格，其中汇集了诸多关于BLX公司的不作为、拙劣绩效、评估流程，以及取消抵押品赎回权和清算贷款等方面的问题。”

坦恩豪瑟尔反击，“我们的损失率大大低于行业平均水平，那才是政府真正的风险。过去10～14年间，我们一直维持这样的水准。”再一次，BLX公司如此轻易地挟持“极大低下”的损失率来化解违约贷款的问题，但事实是，这样的损失率把他们多年来一直滞留在“清算中”的特殊炼狱里，并为了掩盖问题而不得不拼命增加投资的绝对数量。根据小企业管理局1996年的出版读物：快速的投资增长有可能造成扭曲的损失率，“因为大多数非季节性贷款的损失将不会显现。”正因为如此，小企业管理局决定不再继续采用损失率作为绩效评价的指标。

参议员斯诺让坦恩豪瑟尔承诺返回政府所有欺诈贷款的担保金，并结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

束了自己的问讯。“绝对，绝对。”坦恩豪瑟尔连声允诺。

我不知道参议员们是否相信坦恩豪瑟尔的噱头。我不相信，但是，是呀，我并没有收到他的任何财务资助呀。我赞扬参议员克里，他至少举行了听证会。尼迪娅·维拉兹奎兹，克里在众议院的对等人物，坦恩豪瑟尔的另一大赞助对象，甚至不敢有类似的举动。

听证会昭示总监察官托尔森与小企业管理局主任普雷斯顿之间的嫌隙。小企业管理局由于遗漏了密歇根欺诈贷款案而备感难堪。如果加以详细监察，小企业管理局不难在全国范围内发现BLX公司经手的高达数亿美元的欺诈贷款。但是，如果那么做的话，必将引起人们对于总计600亿美元投资组合的监察效力的质疑。听证会后两天，布什政府化解了这一矛盾，调任托尔森到财政部工作——明显散发“掩盖”恶臭的行径。2008年2月，布什总统提名卡罗尔·狄龙·基塞尔为新任小企业管理局总监察官。卡罗尔此前效力于交通部，再往前担任美铁公司（全美铁路客运公司）财务总监。“我期待与卡罗尔的合作。”普雷斯顿对此表态。

■ ■ ■

在竭力寻找参议院BLX公司听证会影像带的过程中，我们的律师意外地发现了一部“YouTube”视频，BLX公司欺诈案的民间作品。视频长度超过10分钟。在录像带中，一位面容枯槁的绅士——穆罕默德·阿里夫·达尔讲述了他作为BLX公司贷款人的亲身贷款经历。按照达尔的说法，以及在视频中和随后的报道中出现的说法，BLX公司从纽约——他和家人的居住地——招募他购买北卡罗来纳州某汽车旅馆。旅馆的前主人一直经营该汽车旅馆，直到2003年年中停止营业和放弃该资产。BLX公司取消了贷款抵押品赎回权，也没有进行任何实地的认真查封，以保护资产本身及其内部物品，最终招致抢劫。达尔离开家，并以纽约的公寓做抵押贷款14.7万美元，用于旅馆的改善。

接着，BLX公司向达尔发放了341 441美元的优先级常规贷款，以及758 558万美元的次级贷款，以便于达尔从BLX公司手中买入总价值110万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元的汽车旅馆。BLX公司承诺进一步发放30万美元的留置权贷款资助旅馆的修缮，使旅馆配得上“骑士旅店”的名头。BLX公司利用资产评估，伪造了改善的证明，以及更改商标的情况。根据达尔的说法，BLX公司对旅店的评估是“功能齐全、运营正常”，但实际上旅店“已彻底关闭、废弃、破烂不堪、道路部分封闭、房顶部分漏水，许多旅店必需的家具因被盗而缺失”。

按照达尔的说法（以及他提供的书面文件），BLX公司没有兑现追加30万美元贷款的书面承诺，因此他根本无力完成必要的修缮。他在视频中诉说，“这个掠夺者式的放款人，对于我数次的上诉置若罔闻。他们认为自己手中掌握着一切，拥有世界上所有的影响力，没有人可以触动他们，对他们采取不利的措施。”结果，旅店始终无法修缮到盈利的条件，也无法成为真正的骑士旅店。达尔两年来一直苦苦在旅店的前台镇守，但现在即将失去旅店。他写道，“所有的修缮费用都来自我个人的积蓄，BLX公司从来没有花费一分钱来提高资产的价值，反而是我，一个贷款人，在为他们的资产掏空自己的腰包来……BLX公司的阴谋是陷我于违约，然后重新获取资产，再将该资产出售给下一个受害者。”他在YouTube中和盘道出自己的故事，既是绝望的呼吁，同时也是对其他BLX公司贷款人的警告。

布里克曼致电小企业管理局询问达尔的情况。在武装好了达尔的书面文件、布里克曼自己的调查，以及其他通过信息获取自由条例从小企业管理局获得的信息之后，布里克曼与小企业管理局律师克里斯塔·布鲁森-戈麦斯探讨了达尔的贷款案例。他向她描述了BLX公司如何以超出评估值的价格向达尔售出旅店，以及达尔如何被利用于旧的小企业管理局贷款的解套。根据小企业管理局的规定，新小企业管理局贷款不能用于取代现存的小企业管理局贷款。她告诉他，“如果购买方认为以120%的价格买入的清算资产是值得的，那么，那将是他自己的问题。”当布里克曼告知她，BLX公司从未向达尔出示低廉的评估值时，她回答道，“那么，达尔应该自己对旅店进行评估。”一句话，小企业管理局根本不在乎贷款人是否能够偿还贷款——BLX公司所发放的小企业管理局二次留置权贷款必将小企业管理局置于风险的境地；BLX公司隐瞒评估的做法已经表明抵押资产的价值已经低于售价。小企业管理局站在放款人的一边，而不是贷款人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■ ■ ■

在参议院听证会之后，我们收到了关于捕虾船告密者诉讼的意外的坏消息。《告密者法案》的初衷是鼓励了解情况的公民，即所谓的“告密者”代替政府提请诉讼。许多告密者掌握着第一手的欺诈资料。但也有另一种极端的情形，即某人从报纸上了解到某个欺诈事实，尽管他根本没有独立的见解，但是他却冲入法庭提请诉讼，并申请分享赔偿金。国会为了制止此类行为，往往驳回此类告密者的司法权，并明确规定，“涉嫌刑法、民法以及行政听证会，并由国会、行政机构或者政府会计总署报告、听证会、审计或调查，以及新闻媒体处理的所有诉讼的公开披露和处理中，提起诉讼的个人必须是欺诈信息的最原始掌握者，除非……”

BLX公司辩驳道，布里克曼和绿光对冲基金并不是欺诈信息的原始来源，在捕虾船行业内流传着许多问题，而我们的其他信息也来自公开信息。BLX公司辩驳，鉴于以上理由，法庭缺少立案的司法依据。

对此我们做出回应，指出，国会特意修订《告密者法案》以鼓励诸如我们所提请的精确类型诉讼——并非基于公开“信息”，而是基于此前尚未公开披露的关于欺诈的特别的“主张或处理”。没有人在我们之前公开主张我们所追诉的欺诈。泛泛的对捕虾船行业的新闻报道并没有涉及欺诈主张或任何形式的处理。我们的诉状中也未包含任何此类的信息。我们，不包括其他任何人，小心谨慎地从各种信息中断定欺诈的存在，其中包括非公开的对前雇员的采访，BLX公司的预期报告，这些都是引导我们找到欺诈的第一手资料。

亚特兰大地区法院法官朱莉·卡恩斯出人意料地倒戈，偏袒BLX公司一方。她对公开信息的定义相当广泛（包括根本不在法庭记录备案的革职信息，美国海岸警卫队的船只概要，以及对信息获取自由条例的回复等等），并最终确定，“他们诉状中的大多数事实信息，对于任何有心进行搜查的人来说，都有可能通过公开渠道获得。”至于我们对于BLX公司内部记录的调查，以及对前雇员的采访，卡恩斯法官的结论是，我们没有清楚地界定我们用于起诉的哪些事实来自非公开渠道。

即便“主张和处理”并没有公开披露，卡恩斯推理道，由于曲解事实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（BLX公司一向遵守小企业管理局的各项规章制度）以及真实状况（他们并没有遵守规则）都是公开的事实，这等同于主张的公开披露。因此，鉴于技术上法庭缺乏评估我们的诉状的司法权，她驳回我们调查之前立案的诉讼请求。

在她的裁决书的第二页中，卡恩斯法官在脚注中声明，“不过，本案背后涉及其他的财务动机。布里克曼和绿光对冲基金公开地‘卖空’联合资本公司的股票，联合资本公司是一家上市公司，持有被告公司BLX公司大约95%的股份。卖空商从借方借入股票，希望和期待股票价格下降。如果价格下跌，卖空商将可以以较低的价格购入股票，还给借方，获取盈利。所以说，布里克曼和绿光对冲基金将有可能因为诉讼的结果所导致的联合资本股票价格的下跌中获益。”

尽管以上标注与她的决定并无关联，但是，她显然毫无理由地采纳了BLX公司律师对于我们提请诉讼的动机的曲解性和误导性的攻击，尤其是对布里克曼的侮辱，他很多年来根本没有卖空过联合资本，我们已经在法庭备案里声明过这一点。

联合资本迅速举行庆功新闻发布会，在注意到法官关于我们的动机的标注后，大肆渲染，“联合资本的卖空商们，包括大卫·艾因霍恩和他的联盟，多年来一直制造反对联合资本和BLX公司的错误的、非实质性的失当行为的指控，任何法庭，只要认真审查他们的指控，都会无条件地给予驳回。”

当然，联合资本看出没有必要了解法庭根本没有考虑案件的价值的事实。诚然，法庭从来没有判决说，BLX公司没有进行捕虾船贷款的欺诈；它只是根本没有触及问题而已。卡恩斯法官让人悲哀的冷酷的裁决，联合资本公开的幸灾乐祸，都只能说明联合资本赢得了诉讼的第一个回合，而原因仅仅是法官裁定大规模的欺诈多年来一直是件公开记录的事情。布里克曼和绿光对冲基金针对法官驳回本案的决定提起上诉。

■ ■ ■

2007年12月，《华盛顿邮报》发表了一篇由吉尔伯特·高尔撰写的关于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比尔·拉塞尔石油公司欺诈农业部担保贷款的文章。文章报道，欺诈涉及BLX公司发放给该公司的贷款，如我在第25章中的描述，但是没有具体展开论述。文章还指出，政府对欺诈监管的缺失。

文章中写道：

一位《华盛顿邮报》的分析师发现，自2001～2006年期间，美国农业部不得不支付3400万美元买回13项BLX公司贷款担保——相当于BLX公司所发放农业部背书贷款总量的20%。13项贷款的贷款人中，或者正在或已经破产，或者正遭到税务处罚，或者在夕阳产业里苦苦挣扎。

一家位于马里兰州的加油站得到了300万美元的贷款，但它由于逃避数百万美元的燃油税而迅速失去营业执照。两年后，加油站贷款违约，并陷入破产。一家位于宾夕法尼亚州的食用菌农场在破产状态进程中获得340万美元的贷款，并于几年后再度获得170万美元的贷款——同年，农场再次申请破产，现在，该农场已经消失。同样来自宾夕法尼亚州，处于亏损经营状态下的汉诺威市的一家壁纸制造商于2000年11月获得300万美元的担保贷款。公司最终于2005年破产并倒闭。

在每一个案例中，美国农业部的官员们都完全依赖BLX公司的员工对贷款人进行调查，自己几乎不做尽职调查。目前，随着BLX公司对比尔·罗素石油公司贷款及其他贷款的问题浮出水面，农业部官员开始展开总调查，审计BLX公司的全部贷款组合。BLX公司有可能被要求返还数百万美元的担保金。

文章继续陈述了比尔·罗素石油公司如何在遭到环保总局数十项环境污染指控，并获判罚金314 558美元的情况下，从BLX公司获取300万美元农业部担保贷款的。

文章写道：

农业部阿肯色州商业贷款方案部主任雪莉·塔克，声称她的办公室信赖贷款人和放款人已经获得比尔·罗素石油公司达到所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有环保要求的证明。塔克补充道，她本人并不了解环保局的调查，直到批准担保贷款数月后在一家当地报刊上读到相应的报道。“我很惊讶，”她说，“在有条件协议下，放款人应该让我们了解这一情况。”

这笔贷款一年内便宣布违约。“很难想象一笔贷款竟然可以如此快速地折戟。”塔克说道。后来，她亲自去查看某些加油站。“我们发现，有些加油站甚至在我们发放贷款的当日都没有通电。他们根本没有经营。”她说道。(2007年《华盛顿邮报》版权所有。重载得到授权。)

文章引用塔克的一段堪称让人惊奇的陈述作为结束语：“是的，我们是政府，但是我们确实没有强制执行力。我们不能把他们送进监狱吧。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第34章

盲人、大象、麦比乌斯带和道德风险

如果有人犯下欺诈罪行，而股东并没有因此遭受损失，而且当局也决定不追究，那么，这还是真正的欺诈吗？当局很擅长在金钱蒸发之后清理欺诈。在放大镜头，在投资者已然损失之后，他们终于明白了该如何去做。如果把镜头放到足够大，例如安然公司，他们将成立特别行动小组，并追究内部人员的刑事诉讼。

我最近参加了一次由某位安然公司检举人举行的小型演讲。他详尽地陈述了他是如何在欺诈罪行的检举和审判辩护中开展自己的检举工作，以及如何进行错误管理的。我询问他，安然管理层获判入狱是否公平，要知道，许多行径与安然大同小异甚至更恶劣的管理团队并没有遭到同样的审判，原因仅仅是他们的泡泡尚不足够“大”。他未置可否。

当局确实不懂如何处理发展中的欺诈。安达信会计师事务所诉讼案件将搞垮安然的审计公司逐出行业，让一些无辜的人白白丢掉了自己的饭碗。政府不希望出现第二个安达信。当局似乎认为，有了现任证券交易委员会主席克里斯托弗·考克斯的支持，股东们不会受到公司欺诈的惩罚，因为他相信他们首先是受害者。为什么要再次惩罚受害者呢？这一想法短期内也许符合政治利益，但是长期来看必然引发典型的道德风险——一个自由的欺诈地带。如果当局隔离股东，让他们免受投资腐败企业的处罚，那么，投资者将不会受到激励去要求诚信行为，甚至更糟——不再避讳投资不诚信的企业。

真相是企业证券投资者都是风险资本投资的风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

承担者，其中一个风险便是欺诈。抵制欺诈的最佳途径是切实执行对欺诈的处罚。如果投资者相信如果公司做出错误的、误导的声明将遭到惩罚，他们将变得对公司的声明更加敏感。此外，由于涉及经济利益，投资者将更谨慎地分配资本。这一敏感度以及其他的结果，反过来，将有效阻止不诚信。事实上，我猜想，即使有少数联合资本的股东用批判的眼光看待公司的股票，即使联合资本在绿光对冲基金眼中一无是处，当局的结论也不会对我的投资起到灾难性的伤害。迄今为止，这样的想法仍然大行其道，而且，获得回报。

同样的道德风险也存在于工作人员当中。如果一家不诚信的公司的雇员相信低劣的道德行径将毁掉他们的前程，他们将更积极地与不当行为作斗争。如果管理层明白在电话会议中撒谎有可能被起诉，他们将更慎于撒谎。诸如《萨班斯法案》的通过，将有助于诚信的公司获得更好的控制力。除非切实强制执行，否则无法阻止自上而下的公司欺诈。

为了让我们的市场更有效率，参与者们需要遵循必要的规则。这本来是件公平的事情，单纯而简单，但是，事实却像我们所看到的联合资本那样，并不那么简单。一旦参与者有所偏离，应当遭受严重的后果。当局务必切实强制执行，而不是装模作样地执行。(这让我想起关于前苏联员工的一个笑话：“我假装在工作，而他们假装支付我工资。”)

终于，2008年，作为纽约州州长，斯皮策将出庭国会，为包括全球最大的债券保险公司MBIA在内的单项保险公司作证，“一旦联邦当局在履行职责、确保强制执行的问题上出现偏差，这样的情况在市场上确实存在，我们便制造了危机。要想远离于此，就像我们远离从前的丑闻那样，我们当局务必把最终受害者定义为投资者、纳税人和政府。”浅显易懂，当局在联合资本和BLX公司的问题上犯下了同样的错误。当然，斯皮策本人也是问题的一个组成部分：当这些问题2003年送达他的办公室时，他调查的也是批判者而非罪犯。

如果《萨班斯法案》有效而且得到严肃的执行，证券交易委员会绝不会容许诸如联合资本的行径免于诉讼。2002年8月，沃尔顿曾在投资者大会上被问及，《萨班斯法案》的推出会不会对他造成什么影响。沃尔顿告诉所有人，他不会在签署联合资本的财务文件时遇到任何障碍。在扑克牌游戏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，这一做法叫做“放弃底池”，即当底牌与现手牌生死攸关时，如果必要，你必须将所有现手牌投入底牌，即便你赢的机会渺茫。

证券交易委员会主席考克斯权宜的观点助长了不诚信的企业文化。联合资本并不是唯一一家道德沦丧的公司，它只是我最了解的这一类型的公司而已。我完全可以列举出数十家存在类似行为的知名企业。如果你是一个坐在想象力桌子后面的好奇的人，你完全可以通过违法的、不诚信的勾当大发其财而不被发现，或者即便被发现也不用去坐牢。而相反，如果你是一个正常的人，走进家得宝或是老海军偷窃一些商品，后果则不堪想象。“如果你去偷，就偷个大的。”老话这么说。

■ ■ ■

在我2002年的演讲之后不久，沃尔顿曾给投资者讲述了一个关于盲人和大象的故事：一群盲人（或是在黑暗中的人）去摸大象，想知道大象长什么样子。每个人都触摸到了大象的不同部位，但是都只是局部部位，例如大象的背或是大象的牙。他们于是交流自己的感受，并发现每个人的意见都大不相同。故事要说明的是，真相有时取决于每个人看待问题的角度。

沃尔顿的观点是，卖空商一味关注联合资本这头大象的一两个部分。亚尔塔或是星创环球电信公司仅仅是象牙，BLX公司仅仅是象尾。理智的管理团队必须全局地看待问题，而且比其他人更了解大象实际上是一头健康的大家伙。然而，真实的情况却是，联合资本的管理层才是真正希望投资者集中关注大象的少数部位的人：派送、某几项关键投资的大获全胜，以及公司长期遭受“卖空攻击”和作为受害者的不幸。

联合资本的故事枝末盘结，错综复杂。向管理当局、记者以及投资者讲述这样一则故事的一个困难便是，它太大、太长、太复杂，很难完整描述。而这也正是本书的目的：完整描述这头生病的大象。

从最本质上讲，联合资本当属华尔街最恶劣的故事。相比较而言，它的机构持有者寥寥无几。由于它给华尔街带来巨额酬金，因此，大量的财务动机支持它的阴谋。联合资本向许多经纪公司派送丰厚的配股。经纪公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司吹捧联合资本高速增长的分析师们完全知道自己在干什么。联合资本只是一只小股票，主要由个人持有，例如寻求丰厚股息的退休人员。

但是，联合资本自己持有的却是一个中级的贷款和迟钝的私营资产投资的平衡组合；也就是证券交易委员会明文一般限制"精明投资者"投资，严格限制散户投资者投资，以及其他投资者（持有联合资本股票的投资者）参与的风险投资。或者，从另一个角度上总结：联合资本是一家规范的投资公司；证券交易委员会是其直接的调节者。然而，证券交易委员会却用行动证明，自己无力胜任此项工作——或许更真实地说，自己不愿从事此项工作。当局的法规缺失，伪善的麦比乌斯带㊀：整个的联合资本传奇犹如一部质量上乘的电影——《穿过镜子》。

2003年的慈善午餐上，我有幸与沃伦·巴菲特探讨了卖空交易。他告诉我，过去他也做空股票，第一次的做空对象是美国电话电报公司，那时，巴菲特还是个10多岁的青少年，他此举的目的是激怒那些把退休金全部投入电话电报公司的高中老师们。几年过去了，他不断审视卖空时机是否适宜，最终决定选择长期多头投资者的公众角色。我询问巴菲特他如何看待联合资本传奇。他告诉我他并不知道这是何许公司，但是，他观察到对这样的公司进行卖空交易很难成功。正如他之所见，对于绿光对冲基金来说，联合资本只是投资组合的组成部分。但是，对于联合资本以及它的管理层来说，则是整个游戏，因此，他们将说出、做出在我们看来大有孤注一掷意味的事情。

■ ■ ■

联合资本反对批评者的战役一直相当奏效。曾给予联合资本"卖出"评级的德意志银行分析师马克·阿尔波特，最终遭到纽约证券交易委员会的调查，并形成有效的震慑。乔尔·霍克显然也受到类似的警告。在他还在为美联银行工作期间，他于2006年10月重出江湖，重新给予联合资本"优于大市"的评级。至于他此前的担忧（2006年10月的评级发布于联合资

㊀ 是一种单侧、不可定向的曲面，也称麦比乌斯圈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本化解了证券交易委员会的调查之后)，霍克为联合资本和BLX公司成功售出了债务和股权而备感安慰——通过了证券交易委员会和其他当局的审查；而BLX公司交由“独立的第三方机构进行评估”，并成为小企业管理局全国优先放款人。

霍克的报告总结了一句话的投资理念：“我们相信联合资本拥有最优秀的管理层，从长期来看，他们能够带领公司产出适中的内部回报率和净费用率。”这真的是那个此前视联合资本为欺诈文化温床的家伙写下的话吗？此后，霍克离开美联银行，加入了联合资本的竞争对手——美国资本战略公司。我曾致电霍克听取他对于态度大转变的解释，以及对于联合资本管理层的新发现。除了他发布的研究报告外，他拒绝进行任何评论。

对批判者的诽谤，由于代价高昂，不论他们是卖空商、记者或官员，都被冷冻了思想和分析的自由——诚然，也冷冻了言论的自由。如果在互联网上发布一份报告或是做个演讲就会招致证券交易委员会的调查，那么，还要这么去做吗？联合资本的成功给其他诸如Overstock网、比尔维制药公司以及费尔法克斯控股公司等问题公司壮起了胆子。至少，通过个人攻击让批评人士闭嘴的方法将转移某些投资者和管理当局对于这些公司所面临的真实问题的注意力。

各种各样的学术研究表明，卖空增加市场的价值。我的一个朋友把卖空商比做“证券交易委员会事实上的强制执行部门”。我希望证券交易委员会强制执行部能够履行自己的职责。而且，我认为它的职责要远远超出卖空的价值。其中，更重要的一个职责便是，保障在美国市场环境下，自由言论、公开探讨观点，尤其是那些批判的观点的权力。市场上的联合资本、MBIA（5年之后，终于于2007年获利的卖空交易）以及Overstock网，正在给市场造成巨大的伤害。通过它们恶毒的策略，它们给公开分析和公开批评的参与者构筑了高昂的代价。个人防卫人为操纵的指控所引起的名誉成本和法律成本，将威吓和阻止公开的讨论。

除非我们希望鼓励胁迫评判的思想和言论，否则，管理当局务必采取措施处理这些口出污秽的公司，否则，我们的公开探讨将受到抑制，或者说，最好的情况下，被迫转入地下。如果关于公司的批判言论构成投资者的投资基础，那么，管理层将无法免于肆意发布虚假声明的后果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自2002年4月30日起，截至2007年12月31日，联合资本的年平均回报（包括税前派送）为5.9%，低于市场标准——罗素2000指数大约为每年2.2%，或者累计约合15%。一句话，它既不像我想象的那样，也并不是场灾难。绿光对冲基金的总体表现抢眼，同期年平均回报率高达17.7%。

■ ■ ■

6年前，我告知证券交易委员会关于联合资本侵略性的、不恰当的、违法的会计制度。5年前，我告知多家政府机构关于BLX公司的欺诈行为。4年前，我告知联邦调查局，另一位联合资本的批评者和我共计4部电话的记录被盗。3年前，我通知联合资本董事会，详细讲述了联合资本管理层的错误行为，并向华盛顿的司法部门详尽陈述了联合资本的各种错误行径。2年前，农业部注意到BLX公司蔓延的欺诈。1年前，联合资本承认窃取了绿光资本公司和我的电话记录。自此，不论是联合资本还是任何管理当局，再没有提及此事。很难想象一次调查需要经历如此漫长的过程，如果联合资本很合作的话。

目前，联合资本继续采用其侵略性的会计准则，政府也没有收回其借款方案数亿美元的损失。联合资本没有人遭到起诉。它的管理层依然原封不动，而且还因为获得数千万美元而一夜暴富。好消息是，这一切完全可能改变。相关方面（某个由投资者、政府机构、联合资本官员或审计员、媒体和检举人组成的联合体）仍然决定挽救现状。相信我是个乐观主义者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

术语表

Audit Guide **《审计指南》** 美国注册会计师协会发布的审计基本准则手册。

balanced price **均衡价格** 某只股票买家和卖家买卖需求相匹配时的成交价格。

business development company（BDC）**企业发展公司** 为帮助小企业在其发展初期成长而设立的公司；与风险资本基金非常相似，其中很多是一种封闭式基金；受1940年颁布的《证券法》规范的投资公司。

buy side **买方** “华尔街买方”的简称，指用客户资本进行投资的共同基金、养老基金、对冲基金之类的公司。

carrying value **账面价值** 一项资产或投资反映在资产负债表上的价值。

charge-off **冲销** 一笔贷款被视为损失并从账上核销。冲销并不解除债务人的偿债义务，贷款人可以继续努力收回该笔贷款。贷款冲销后的任何收回称为一次贷款回收（recovery）。

clearing broker **清算经纪商** 作为投资者与清算公司之间联系人的交易所会员，帮助确保交易得到妥当结算。

closed-end fund **封闭式基金** 份额数量受限制的一种投资基金。若要投资一只封闭式基金，人们需要以当前市场价格从现有份额持有人手中购买份额，当前市场价格可能高于或低于该基金资产净值。封闭式基金是证券交易委员会认可的三类投资公司之一，另外两类是共同基金和单位投资信托。

controlled company **被控股公司** 多数投票权股份为另一公司持有的公司。

DIP **债务人持有资产** 处于破产状态的拥有资产的债务人所得贷款，通常属于第一留置权优先级贷款。

debt-service ratio **偿债比率** 净营运收入与要求支付的债务之间的比率。

defaulted loan **违约贷款** 借款人违反贷款协议条款的一笔贷款，比如借款人未能按时还款。

delinquency rate **贷款违约率** 未能按时还款的贷款百分比。

enterprise value **企业价值** 一家公司的总价值，等于公司股权市值加债务、少数股东权益和优先股减去现金和现金等价物。

equity “kicker” **股权“报酬”** 在涉及贷款的交易中所提供的公司所有权头寸。

equity warrants **认股权证** 持有者有权以某一特定执行价购买一家公司股票的证券。在很多中级贷款投资中，执行价是象征性的低价。

exercise date **行权日** 投资者可以执行期权或配股权的日期。

“fair value” accounting **“公允价值”会计** 要求资产以其公允价值入账，公允价值为有意愿的双方在当前交易中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买卖资产而非清盘中资产的价格。

financial covenants **财务限制条款** 贷款协议中的条款，借款人同意根据财务限制规定从事经营。

fire sale **大甩卖** 公司遭遇财务困境时卖出其资产。

front-loaded income **提前确认的收入** 在收到现金之前予以确认的收入。

gain-on-sale accounting **销售收益会计方法** 在贷款发行时即确认该笔贷款多数收入的会计方法。

held its debt investment at cost **按成本持有债务投资** 按初始价格估价贷款。

high coupon **高息票** 支付高利息的债券。

high-yield bondholder **高收益债券持有者** 已购买低于投资级债券（有时称为"垃圾债券"或"高收益债券"）的投资者，这类债券支付高利息，但较投资级债券风险更大。

"hold-to-maturity" accounting **"持有至到期"会计** 根据资产到期时所值进行估价的会计方法，这种方法与"公允价值"会计形成对比，因"公允价值"会计按资产今日所值进行估值。

impaired loans **减值贷款、受损贷款** 不能充分收回其价值的贷款。

impairment test **贷款减值测试、贷款受损测试** 旨在计量一笔投资是否将不能充分收回其价值的一种计算方法。

investment company **投资公司** 诸如共同基金和企业发展公司之类的公司，主要业务在于为投资目的而投资和持有其他公司的贷款或证券。

investment-grade bonds **投资级债券** 被视为具有安全性的债券，常常具有债券评级公司所评BBB-以上的投资级别。

junior debt —senior debt **次级债务——优先级债务** 如果借款人违约，次级债务的清偿优先性低于其他债务。

lmaturity date **贷款到期日** 一笔贷款所有金额必须偿还的日期。

longs **多头** 持有一只股票并希望其升值的投资者。

loss rate **亏损率** 贷款组合损失占贷款组合的百分比。

mark **会计价值** 记录在账面的价值，会计价值（accounting value）的另一说法。

mark-to-market **按市计价** 记录某只证券的价格，反映其市场价值。

mezzanine lender **中级贷款人** 发放中级贷款的投资者。

mezzanine loan **中级贷款** 通常为无资产担保的次级债务，清偿优先性低于优先级债务但高于股权，期限通常超过5年，本金应于到期支付，有时含有认股权证（股权"报酬"），让贷款人购买公司股票。

narrow bid-ask spread **窄幅买卖价差、窄幅报价差** 买家愿意为一只证券支付的最高价格与卖家愿意卖出该证券的最低价格之间的差额很小。

NAV **资产净值** 投资公司资产减去其负债的价值，经常按每单位份额计算，等于资产净值除以发行在外份额数。

noncash (PIK) income **非现金收入** 针对一笔贷款而确认，且以证券而非现金支付的收入。

nonaccrual loan **中止计息的贷款** 通常因借款人出现财务困难，贷款人停止对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其确认收入的贷款。

non-arm's length **非公平交易** 两个有关联实体之间的交易。

operating income/recurring net investment income **营业收入/续生投资净收入** 对投资公司而言，指因利息、股利和管理咨询费而产生的支付日常费用之后的利润，不包括投资价值变动而产生的损益。

opinion letter **审计意见书** 审计师对一家公司财务健康发表意见的陈述书。

origination fees **（贷款）发行费** 因获得一笔贷款而向贷款人或经纪人支付的钱款。

oversubscription rights **超额认购权** 在配股发行（rights offering）中，配股权持有人在其他权利持有人未执行认购权时认购多余股份的机会。

pairs trading **多空配对交易** 多头投资与可比行业中空头投资相匹配的交易策略。

par **平价** 一项投资的面值。

pari passu **同等权益贷款或债券** 两个或两个以上如贷款或债券之类的投资，具有同样的清偿优先性，因而支付权利相同。

payment-in-kind income **实物支付收入** 参见“非现金收入”。

portfolio-lending Accounting **随时间推移确认收入会计** 随时间推移根据估定价值确认贷款收入的会计方法。

PLP **优先贷款提供者** 给予贷款人的称号，这类贷款人充分了解小企业管理局允许其不经该机构预先同意便发放和偿还多个小企业管理局贷款计划中贷款的要求，小企业管理局贷款计划包括（7）a计划。

pretexting **窃取电话记录** 通过假冒他人向其电话公司获得其电话记录。

private illiquid security **未登记证券（股票）** 未向证券交易委员会登记因而没有广大交易市场，交易清淡的证券。

recapitalise **调整/重组资本结构** 改变公司的资本结构，处于财务困境的公司经常采用此策略，包括注入新资金。

record date **（股权）登记日** 投资者为获得分配股利的资格而必须持有股票的日期，通常用来确定谁有资格获得股票红利。

reinsurance **再保险** 保险公司为减少风险向其他承保人分散风险而购买的保险。

residual assets **剩余资产** 公司或特别目的实体在优先级债务持有人索取权获得满足之后剩余的资产。

residual interests **剩余权益** 通过贷款发行即确认收入会计创造的资本化资产，反映贷款发行时预先确认的利润。

rights offerings **配股** 一种募集资本的方式，给予现有股东在固定时间内以固定（折扣）价格购买新股份的权利。

Road show **路演** 与现有或潜在投资者举行的一系列见面会，意在努力引起对某只证券的兴趣。

Rollup 通过购买一系列处于同一业务线的小公司而组成的公司。

SBA loans **小企业管理局贷款** （联邦政府）小企业管理局提供部分担保的贷款，可分为两部分，担保部分由小企业管理局提供全额担保，未担保部分没有此类保护。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

secondary market loan sale premiums **二级市场贷款出售溢价** 贷款发行者将贷款售予投资者所获得的利润。

securitization **证券化** 将贷款分组（知名说法为将贷款放入参考池）并将参考池转化成证券的过程。这经常包括将证券切分成不同部分（知名说法为组别），卖给风险偏好不同的投资者。

securitization facility **证券化贷款** 贷款在证券化前放入参考池时为贷款融资而进行的短期借贷安排。

sell short、shorting **卖空** 持有或做多的对立面交易，投资利润来自证券价格的下跌。

sell side **卖方** “华尔街卖方”的简称，如投资银行之类创造并向投资者或“买方”出售投资品的公司。

senior debt **优先级债券** 若债券发行人违约则清偿顺序优先于其他债务证券的债券。

shareholder distributions **股利分配** 公司将股利分配给其投资者，分配形式通常为现金或股票。

short squeeze **轧空、逼空** 当一只股票的价格快速上涨，卖空投资者为预防更多损失而买入股票平掉卖空头寸时出现的情形，这种平仓行为会造成股价进一步上涨，给未平仓的卖空者带来更大损失。

specialist **做市商** 股票交易所会员，负责一只或多只股票的交易。做市商通过提供最佳报买和报卖价为其负责交易的股票做市，必须为其负责交易的股票维持公平而有序的市场。

stock dividends **股票股利** 以股票而非现金分配给股东的股利。

stock split **股票分割** 公司每股股票分成多份，例如，100美元的股票一拆二，结果便是每股股票为50美元。

subordinated debt investment **次级债务投资** 对次于优先级债务的债务工具进行的投资。

tax distribution **应税股利分配** 分配给股东的应税盈利。

taxable income **应税收入** 公司盈利中应缴联邦税和州税的部分。

transparency **透明度** 指公司开展业务时公开对其业务情况做出充分披露，如此一来，投资者便可对其经营和业绩具有清晰的认识。

underwriting loans **承销贷款** 确定是否并以何种条件向潜在借款人发行一笔贷款的行为，这种行为通常基于对借款人偿债能力前景的分析。

unrealized depreciation **未实现减值** 一项投资高于其公允市场价值的多余部分。

walton's birthday **沃尔顿生日** 我不知道，但我建议送一本《一路骗到底》作为礼物。

write-down **资产减记** 减少一项资产的账面价值。

write-up **资产增记** 增加一项资产的账面价值。

year of origination **（贷款）发行日** 一笔贷款发行的日期。

yield to maturity **到期收益率** 一笔贷款若持有到期而以利息率表示的总收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致谢

我敢肯定，很多书籍的问世都得益于作者自身能力之外的他人帮助。本书便是这样一个典型。太多的人给了我太多的帮助，要记住谁都做了什么是不可能的。本书实在是集体努力的结果。

首先，我想感谢我的家人。无论在文学表现上，还是在情感上，我妻子谢里尔都给了我莫大帮助和支持。我的父母斯蒂芬和南希、兄弟丹尼、叔叔罗比、岳母朱迪，以及姨妈玛希，全都帮我反复推敲，提出很多极好的建议。其次，我想感谢我的孩子拉切尔、纳奥米和米歇尔，他们容许我将一些宝贵的家庭聚会时间花在撰写本书上。我希望，等他们再长大些，能理解为何我觉得写出这本书非常重要。

接下来，我想感谢绿光资本对冲基金的整个团队。我的合伙人詹姆斯·林协助我研究、跟踪和编录书中的故事，工作完成得极为出色。其他合伙人文尼特·塞西、丹尼尔·罗伊特曼、布鲁斯·古特金和哈里·布兰德，每人都做出了巨大贡献，包括建议如何遣词造句、让我更确切地记起往事、帮助控制行文笔调、寻找文字输入错误等在内的一切。贾斯汀·雷波纳也提出诸多建议，并与我们的投资者保持沟通，让他们支持本书的写作出版。安迪·韦恩菲尔德协调了有关法律和事实核对的事务。海伦·高格尼一直掌握着各种草稿的写作动态，整理很多读者的评论。谢谢你们所有的人。

感谢你，詹姆斯·施姆巴里，感谢你付出的辛苦和你的写作，我真心欣赏你的敏锐眼光，感谢你给予我帮助，记录我的声音。戴维·布雷斯金为润色底稿所做的努力真可谓英雄般的壮举，感谢你不顾疲惫，为了帮助我润色我的书，甚至将自己正撰写的他人传记搁置一旁。我想感谢里奇·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扎贝尔、哈格森·金、麦克·肯尼和雷克斯·海因克，感谢你们提出的出色建议。我对John Wiley & Sons出版公司的凯莉·奥康纳和戴维·比修，以及我的文学代理人桑迪·迪克斯特拉，深怀感激。乔尔·格林布拉特也让我感激不尽，首先，他把我介绍给John Wiley & Sons出版公司，其次，他写下了数百字的前言，全然概括了这本数十万字书的主题。

在撰写本书的过程中，最好的经历之一是结识了吉姆·布里克曼。他的敬业精神、坚毅品质和研究能力，以及他所发现的事实，让我深受启发。另外，感谢我的朋友柯蒂斯·申克尔，你与本书实际上毫无瓜葛，但在《对冲基金猎手》（*Hedge Hunters*）一书中你塑造了斯科根这个人物形象，而应得的褒扬却如此之少，我想在此你应得到大声喝彩。

最后，我需要感谢以下私交和商业上的朋友，他们花时间阅读各种草稿，并提出反馈意见，他们是Bill Ackman、Steve Bruce、Jim Carruthers、Claire Davis、Lenny Goldberg、Brian Goldman、Adam Goldsmith、Mary Beth Grover、Ian Isaac、Neil Isaac、Daniel Loeb、Robert Medway、Mark Roberts、Jerome Simon、Leonard Tannenbaum、Whitney Tilson、Glenn Tongue和Rob Usdan。我采纳了你们提出的很多建议，希望你们看到自己的建议在书中出现时脸上露出微笑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从短期来看，善人可能会被拖进泥沼，恶人可能会卷走无数金钱而逍遥法外。但是，从长期来看，善人还是可能被拖进泥沼，恶人还是可能卷走无数金钱而逍遥法外。

FOOLING SOME OF THE PEOPLE ALL OF THE TIME

若要欣赏一部伟大的侦探小说，你不必非得是位金融专家。不过，既然你手头的这个故事牵涉数十亿美元的利害关系和精心策划的骗局，那么由当今世界上最了不起的一位专业投资家引导你穿过层层迷雾，当然会大有帮助。故事既骇人听闻又紧张刺激，令人悲哀的是，这并不是一个虚构的故事，因此还要让人震惊错愕。

投稿热线：
(010) 88379007
购书热线：
(010) 68995259, 68995261
读者信箱：
hzjg@hzbook.com

华章网站 http://www.hzbook.com

网上购书：www.china-pub.com

WILEY
www.wiley.com

上架指导：金融/投资证券股票
ISBN 978-7-111-26360-9
9 787111 263609
定价：48.00元